



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

στη

Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Στρατηγικών Αποφάσεων

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Τα Οφέλη και οι Προκλήσεις των Συγχωνεύσεων/ Εξαγορών στον Τραπεζικό Κλάδο

της Καλτσά Ελένης, του Χρήστου

Επιβλέπων Καθηγητής: Ταμπακούδης Ιωάννης

Θεσσαλονίκη, 2021

Στην αγαπημένη μου οικογένεια

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων. Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Ταμπακούδη Ιωάννη, Επίκουρο Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης & Διοίκηση, για τη σημαντικότερη συμβολή και βοήθειά του στην εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας.

Επίσης, θερμές ευχαριστίες σε όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος που ήταν δίπλα μας σε όλη τη διάρκεια των σπουδών, ενισχύοντας τις γνώσεις και την αγάπη μας για το σχετικό αντικείμενο.

Τέλος, ευχαριστώ τους γονείς μου για την αμέριστη στήριξη που έδειξαν καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου. Η εμπιστοσύνη τους μου δίνει πάντα δύναμη να προχωρήσω.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ (ABSTRACT)

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται τις βασικές έννοιες γύρω από το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών ως στρατηγική ανάπτυξης, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στο πως αυτή επηρεάζει τον τραπεζικό κλάδο.

Πιο αναλυτικά, στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια θεωρητική προσέγγιση του φαινομένου. Αναλύονται οι ορισμοί των συγχωνεύσεων – εξαγορών, οι τύποι και τα κίνητρα για την εφαρμογή της συγκεκριμένης στρατηγικής. Επίσης, καθώς οι συγχωνεύσεις – εξαγορές εμφανίζονται κατά κύματα, στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παρατίθενται αναλυτικές πληροφορίες και για τα επτά κύματα, όπως αυτά προκύπτουν από έρευνες, ενώ αναλύεται βήμα – βήμα η διαδικασία από την αρχή μέχρι την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης - εξαγοράς.

Το δεύτερο κεφάλαιο αφορά την αξιολόγηση και την αποτελεσματικότητα των συγχωνεύσεων – εξαγορών. Αναλύονται οι παράγοντες που συμβάλλουν στην επιτυχία αλλά και την αποτυχία της συγκεκριμένης στρατηγικής, καθώς και οι επιπτώσεις που αυτή έχει στους άμεσα εμπλεκόμενους (διοικητικά στελέχη, εργαζομένους, μετόχους). Επίσης, στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι στρατηγικές άμυνας για την αποφυγή, εχθρικών κυρίως, συγχωνεύσεων – εξαγορών.

Το τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο αφορά τις συγχωνεύσεις – εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από τις ελληνικές τράπεζες. Αρχικά, γίνεται μια αναφορά στην ιστορική εξέλιξη και δομή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ενώ στη συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά οι δραστηριότητες συγχωνεύσεων – εξαγορών των τραπεζών, οι οποίες διακρίνονται σε δύο περιόδους. Τέλος, αναλύονται οι ρόλοι διάφορων κρατικών και ευρωπαϊκών φορέων, οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για την τήρηση των κανόνων που διέπουν τη διαδικασία μια συγχώνευσης – εξαγοράς.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	3
ΠΕΡΙΛΗΨΗ (ABSTRACT)	4
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	5
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ / ΠΙΝΑΚΩΝ	6
1. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	7
1.1. ΟΡΙΣΜΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	7
1.2. ΤΥΠΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	8
1.3. ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	12
1.4. ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	18
1.5. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	25
2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	29
2.1. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	29
2.2. ΠΟΣΟΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	31
2.3. ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	32
2.4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	37
2.5. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	41
2.5.1. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ	41
2.5.2. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ	42
2.5.3. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ.....	42
2.6. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ	43
3. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	47
3.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	47
3.2. ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	49
3.2.1. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1996 – 2007	49
3.2.2. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	52
3.3. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ.....	53
3.4. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ (ΕΚΤ)	53
3.5. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ	55
3.6. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ	56
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	57
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	59

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ / ΠΙΝΑΚΩΝ

Διάγραμμα 1.1: Ποσοστιαία κατανομή των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	9
Διάγραμμα 1.2: Τύποι συγχωνεύσεων - εξαγορών	12
Διάγραμμα 1.3: Η "Φρενίτιδα" Σ&Ε της Δεκαετίας του '90	18
Διάγραμμα 1.4: Κίνητρα συγχωνεύσεων - εξαγορών	19
Διάγραμμα 1.5: Φάσεις συγχωνεύσεων - εξαγορών	26
Πίνακας 1.1: Βήματα συγχωνεύσεων - εξαγορών	28
Διάγραμμα 2.1: Μέθοδοι αξιολόγησης συγχωνεύσεων - εξαγορών.....	30
Διάγραμμα 2.2: Λόγοι αποτυχίας συγχωνεύσεων - εξαγορών.....	33
Διάγραμμα 2.3: Σχέση καταβληθέντος τιμήματος με εκτιμώμενο.....	34
Διάγραμμα 2.4: Ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος και χρόνος σχεδιασμού.....	38
Διάγραμμα 2.5: Μεταβολές μεγεθών σε περίπτωση αργής και γρήγορης μετάβασης	40
Διάγραμμα 2.6: Που θα ήθελαν να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση οι εταιρείες στη διαδικασία Σ/Ε.....	41
Διάγραμμα 2.7: Στρατηγικές άμυνας πριν και μετά την προσφορά	47
Πίνακας 3.1: Συγχωνεύσεις και εξαγορές περιόδου 1996 - 2007.....	51
Πίνακας 3.2: Συγχωνεύσεις και εξαγορές περιόδου 2012-2013	52

1. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

1.1. ΟΡΙΣΜΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν εξασφαλίζουν πάντα τη βελτίωση της κερδοφορίας των τραπεζών, ωστόσο αποτελούν δύο από τις συνηθέστερες μεθόδους επιχειρηματικών στρατηγικών ανάπτυξης. Με τον τρόπο αυτό οι επιχειρήσεις προσπαθούν να ανταπεξέλθουν στο διεθνή και τον εγχώριο ανταγωνισμό αυξάνοντας ή διατηρώντας τη μονοπωλιακή τους δύναμη. Αν και οι δύο όροι αναφέρονται σε εταιρικές αναδιοργανώσεις που χρησιμεύουν για τη μεταφορά του ελέγχου ιδιοκτησίας από τη μία εταιρεία (ο στόχος) στην άλλη (ο αποκτών), ο Hirshleifer (2008) επιβεβαιώνει ότι και οι δύο συναλλαγές εμπίπτουν στη γενικότερη έννοια των συγχωνεύσεων, ωστόσο η διάκρισή τους είναι μερικές φορές διαφορούμενη.

Ο όρος συγχώνευση περιγράφει την ένωση δύο ή περισσότερων οικονομικών μονάδων. Με τη συγχώνευσή τους οι προϋπάρχουσες επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν και το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων μεταβιβάζεται σε μια άλλη που είτε προϋπήρχε, είτε δημιουργείται για το σκοπό αυτό, έναντι μεριδίων συμμετοχής προς τους παλιούς μετόχους ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που αρχικά κατείχαν. Η νεοϊδρυθείσα μπορεί να διατηρήσει το όνομα ενός από των εταιρειών που προϋπήρχαν ή να αποκτήσει νέο. Ανάλογα με το μέγεθος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η συγχώνευση μπορεί να χαρακτηριστεί ως «συγχώνευση μεταξύ ίσων» (mergers of equals) ή «συγχώνευση μεταξύ άνισων» (mergers of un-equals).

Από την άλλη μεριά, ως εξαγορά χαρακτηρίζεται η μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη επιχείρηση (εξαγοράζουσα), έναντι καταβολής του αντίστοιχου αντίτιμου. Η μεταβίβαση αυτή μπορεί να γίνει είτε με την καταβολή μετρητών, είτε με την αγορά ή ανταλλαγή μετοχών μέσω του ΧΑΑ. Σε ορισμένες περιπτώσεις η απόκτηση ελέγχου επί της επιχείρησης - στόχου μπορεί να επιτευχθεί με την αγορά ακόμα και μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, εφόσον η εξαγοράζουσα επιχείρηση με την αγορά αυτή, έχει τη δυνατότητα καθοριστικής διοικητικής και στρατηγικής παρέμβασης (Κυριαζής, 2007).

Μια συγχώνευση αναφέρεται συνήθως σε μια φιλική συμφωνία μεταξύ δύο εταιρειών, ακόμη και αν πρόκειται για μια πλήρη εξαγορά. Ωστόσο, μια εξαγορά μπορεί να χαρακτηριστεί εχθρική στην περίπτωση που ο πλειοδότης απευθυνθεί απευθείας στους μετόχους χωρίς να ενημερώσει το διοικητικό συμβούλιο, όπως είθισται να συμβαίνει. Αρκετές φορές μια λιγότερο ισχυρή εταιρεία υποχρεώνεται από τη μεγαλύτερη εταιρεία να ανακοινώσει τη συναλλαγή ως συγχώνευση, ακόμα κι αν πρόκειται για εξαγορά. Οι εταιρείες το κάνουν για να αποφύγουν τυχόν αρνητικό μάρκετινγκ και να γίνουν ευκολότερα αποδεκτές από τους ενδιαφερόμενους φορείς. Μια συμφωνία μπορεί επομένως να χαρακτηριστεί ως συγχώνευση ή εξαγορά, με βάση το αν η απόκτηση είναι φιλική ή εχθρική και πώς ανακοινώνεται. Με άλλα λόγια η ρητή διαφορά συγχωνεύσεων και εξαγορών εξαρτάται από το πώς ανακοινώνεται η συναλλαγή στην εταιρεία - στόχο και από τον τρόπο με τον οποίο επηρεάστηκαν τα αποτελέσματα της νέας εταιρικής δομής (Jenkinson and Mayer, 1994).

1.2. ΤΥΠΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν είτε με βάση τον κλάδο δραστηριότητας, είτε με βάση τη διάθεση των διοικήσεων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, είτε με βάση τους σκοπούς που υπάρχουν.

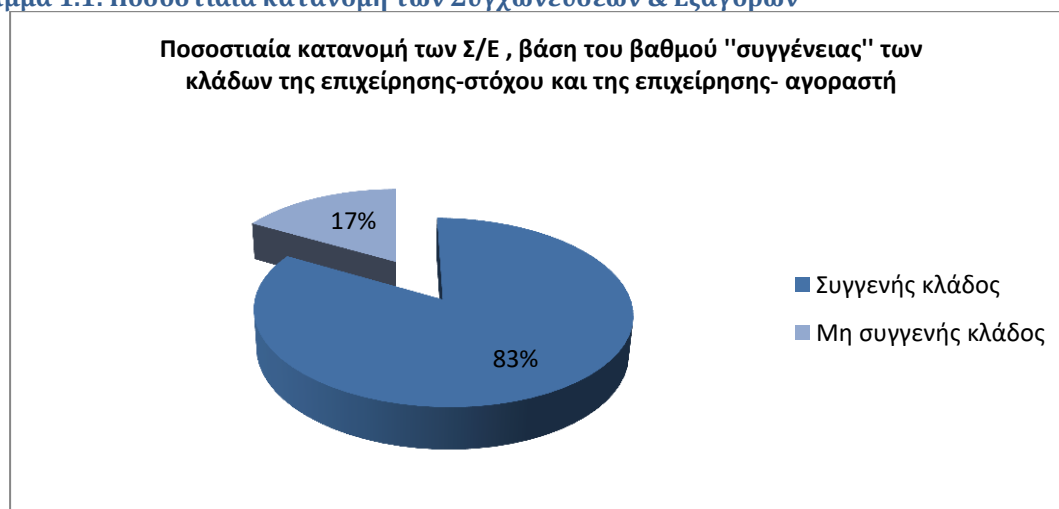
Με βάση τον κλάδο δραστηριότητας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, διακρίνονται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες αναλόγως της συσχέτισης των δραστηριοτήτων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης με τις δραστηριότητες της εξαγοράζουσας:

- **Οριζόντιες Συγχωνεύσεις – Εξαγορές.** Στη συγκεκριμένη περίπτωση έχουμε δύο επιχειρήσεις, οι οποίες παράγουν τα ίδια προϊόντα ή προσφέρουν τις ίδιες υπηρεσίες. Με αυτό τον τρόπο συμβάλλουν στην απόκτηση κυριαρχίας της αγοράς και στην επίτευξη οικονομιών κλίμακας. Αυτός ο τύπος συγχώνευσης – εξαγοράς συντελεί σημαντικά στην αύξηση κυριαρχίας της αγοράς, δημιουργώντας μονοπωλιακή δύναμη και σοβαρά προβλήματα εισόδου στους

ανταγωνιστές. Αυτό οφείλεται στην απόκτηση μεγάλων μεριδίων αγοράς και δικτύων διανομής των εξαγορασμένων μονάδων, εξασφαλίζοντας άμεση παρουσία στις αναπτυσσόμενες αγορές της παγκοσμιοποίησης.

- **Κάθετες Συγχωνεύσεις – Εξαγορές.** Στη κάθετη συγχώνευση – εξαγορά υπάρχει μια θέση πελάτη - προμηθευτή, που αποσκοπεί στην καθετοποίηση της παραγωγής, τον έλεγχο τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής. Πιο συγκεκριμένα, δημιουργούν «διασυνδέσεις προς τα πίσω» και «διασυνδέσεις προς τα εμπρός», διευκολύνοντας τον έλεγχο των καναλιών διανομής πρώτων υλών και τελικών αγαθών, καθώς τα εν λόγω κανάλια τίθενται κάτω από την επιρροή ενός συγκεκριμένου επιχειρηματικού ομίλου (Γεωργόπουλος, 2015).
- **Συσχετισμένες Συγχωνεύσεις – Εξαγορές.** Συσχετισμένες χαρακτηρίζονται οι συγχωνεύσεις – εξαγορές που πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων που είναι στην ίδια βιομηχανία προϊόντος, αλλά όχι στη ίδια γραμμή παραγωγής του προϊόντος. Πρόκειται για επιχειρήσεις που δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση μεταξύ τους, ωστόσο οι ενέργειες τους αλληλοσυμπληρώνονται με σχετικά μεγαλύτερο ρίσκο από τις οριζόντιες ή τις κάθετες συγχωνεύσεις – εξαγορές (Αλεξανδράκης & Παζάρσκis, 2018).

Διάγραμμα 1.1: Ποσοστιαία κατανομή των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών



Πηγή: Παπαδάκης Β. (2002), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Διεθνής Εμπειρία

- **Ασυσχέτιστες Συγχωνεύσεις – Εξαγορές.** Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις - εξαγορές δημιουργούνται μεταξύ δύο εταιρειών, οι οποίες δεν παρουσιάζουν κοινές δραστηριότητες, ούτε είναι ανταγωνίστριες μεταξύ τους. Οι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις στρέφονται στις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις - εξαγορές είναι η διασπορά του κινδύνου - ρίσκου, η μείωση του κόστους και η επίτευξη συνεργιών. Γενικά είναι πιο εύκολο για μια επιχείρηση να δραστηριοποιηθεί για πρώτη φορά σε έναν τελείως άγνωστο κλάδο μέσω των συγχωνεύσεων - εξαγορών, παρά βασιζόμενη αποκλειστικά στους δικούς της πόρους και αυτό λόγω της έλλειψης εξειδικευμένων γνώσεων και εμπειρίας. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 1960-1970 αυτού του είδους οι συγχωνεύσεις ήταν συνηθισμένες, σήμερα όμως έχουν περιοριστεί λόγω των περιορισμένων οικονομικών ωφελειών. Μάλιστα πολλοί πιστεύουν ότι δεν επιφέρουν αποτελεσματικότητα στην αγορά και ο κύριος λόγος που πραγματοποιούνται τέτοιου είδους συγχωνεύσεις – εξαγορές είναι για να αποκτήσουν οι μεγαλύτερες εταιρείες μικρότερες επιχειρήσεις, γεγονός που τους επιτρέπει να αποκτήσουν περισσότερη ισχύ στην αγορά καθώς «ανεβάζουν» και ενοποιούν ορισμένες βιομηχανίες (Investopedia, 2021).

Στη συνέχεια έχουμε τις δύο κατηγορίες, **με βάση τη διαδικασία πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων – εξαγορών**, οι οποίες διακρίνονται σε :

- **Φιλικές συγχωνεύσεις – εξαγορές.** Στην περίπτωση των φιλικών συγχωνεύσεων – εξαγορών και οι δύο εταιρείες επιθυμούν την συγχώνευση ή την εξαγορά και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμό της. Πιο συγκεκριμένα, ο πλειοδότης κάνει μια προσφορά, τους όρους της οποίας θα πρέπει αρχικά να εγκρίνει το διοικητικό συμβούλιο. Στη συνέχεια οι όροι θα πρέπει να γίνουν αποδεκτοί από τους μετόχους και τις ρυθμιστικές αρχές προκειμένου να προχωρήσει η διαδικασία. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων, εάν το διοικητικό συμβούλιο εγκρίνει μια προσφορά εξαγοράς από μια απορροφούσα εταιρεία, οι μέτοχοι ακολουθούν το ίδιο, ψηφίζοντας υπέρ της συμφωνίας. Στις περισσότερες φιλικές εξαγορές, η τιμή ανά μετοχή που προσφέρεται είναι ο κύριος προβληματισμός, καθορίζοντας τελικά εάν μια συμφωνία θα εγκριθεί ή όχι (Investopedia, 2019).

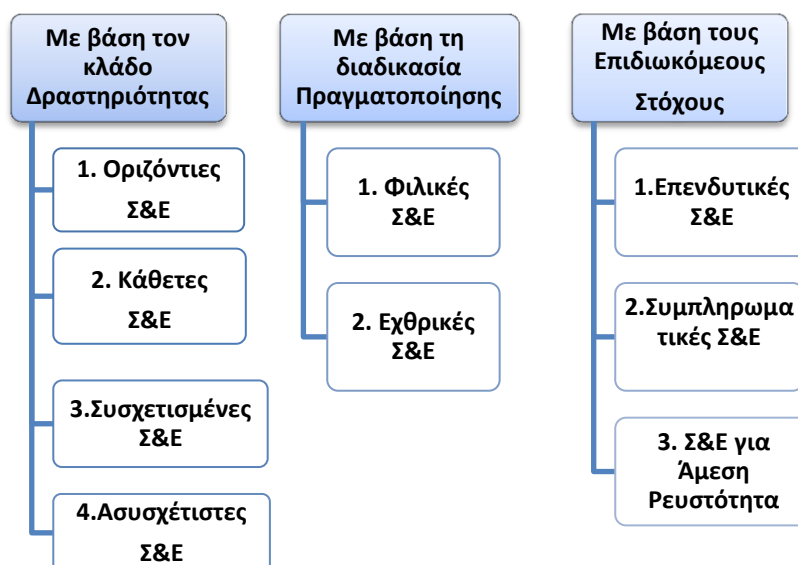
- **Εχθρικές συγχωνεύσεις – εξαγορές.** Ως εχθρική χαρακτηρίζεται μια συγχώνευση – εξαγορά όταν η διοίκηση ή το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας - στόχου δεν εγκρίνει τη συναλλαγή. Με την έλλειψη συναίνεσης και συνεργασίας του διοικητικού συμβουλίου, ο αποκτών πηγαίνει απευθείας στους μετόχους της εταιρείας - στόχου για να επιβεβαιώσει την απόκτηση. Απαραίτητη προϋπόθεση για την υλοποίηση οποιασδήποτε συγχώνευσης – εξαγοράς είναι η ύπαρξη μεγάλης διασποράς του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας – στόχου και αυτό γιατί όσο πιο μικρό ποσοστό μετοχών κατέχει η διοίκηση της συγκεκριμένης εταιρείας, τόσο πιο εύκολο θα είναι για τον πλειοδότη να εξασφαλίσει ένα σημαντικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της αγοράς του από διάφορους μικρομετόχους. Να σημειωθεί ότι οι επιθετικές συγχωνεύσεις – εξαγορές αποτελούν την έσχατη λύση για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να συνεργαστούν ή να συνενωθούν με κάποια ομοειδή εταιρεία, αλλά το διοικητικό συμβούλιο της τελευταίας δεν το εγκρίνει (Παπαδάκης, 2016).

Τέλος, με βάση τους επιδιωκόμενους σκοπούς που υπάρχουν, οι συγχωνεύσεις - εξαγορές διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

- **Επενδυτικές συγχωνεύσεις – εξαγορές.** Πρόκειται για την απόκτηση μιας επιχείρησης με μοναδικό σκοπό την απόκτηση αυτοτελούς κέρδους ως μέσου επενδυτικής δραστηριότητας. Στη συγκεκριμένη περίπτωση η εξαγοράζουσα επιχείρηση δεν χρειάζεται να έχει την τεχνογνωσία, ούτε να προχωρήσει σε διοικητικές αλλαγές. Στόχος της είναι μόνο το κέρδος, είτε μέσω της διανομής μερισμάτων, είτε με την μεταπώληση της επένδυσης της.
- **Συμπληρωματικές συγχωνεύσεις – εξαγορές.** Στις συμπληρωματικές συγχωνεύσεις – εξαγορές, η εξαγοράζουσα επιχείρηση στοχεύει στη συνένωση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων με την εξαγοραζόμενη, με σκοπό την παρακράτηση της επιχείρησης και την αξιοποίηση των ενσώματων και άυλων περιουσιακών στοιχείων.
- **Συγχωνεύσεις – εξαγορές για άμεση ρευστοποίηση.** Τέτοιου είδους ενέργειες πρωτοεμφανίστηκαν το 1953 στην Αγγλία. Σε αυτή την περίπτωση μια

επιχείρηση εξαγοράζεται με μοναδικό σκοπό την άμεση παύση δραστηριοτήτων της και την πώληση των περιουσιακών της στοιχείων σε τρίτους με τιμή υψηλότερη από το κόστος εξαγοράς όλης της επιχείρησης (Αλεξανδράκης & Παζάρσκη, 2018).

Διάγραμμα 1.2: Τύποι συγχωνεύσεων - εξαγορών



1.3. ΚΥΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Η έναρξη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών ως φαινόμενο είναι σχεδόν συνυφασμένο με την έναρξη των οικονομικών δραστηριοτήτων του ανθρώπου. Η ιστορία των κυμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών σε ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο δείχνει ότι κάθε κύμα είχε διαφορετικό κίνητρο, συμπεριλαμβανομένων τεχνολογικών καινοτομιών, ρυθμιστικών και οικονομικών παραγόντων. Η φύση των κυμάτων άλλαξε επίσης με διαφορές στο είδος των συμφωνιών, τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων εταιρειών και τους τρόπους πληρωμής (Mecpartners, 2021). Σύμφωνα με ερευνητές τα κύματα διακρίνονται σε επτά περιόδους, που παρουσιάζουν υψηλά επίπεδα δραστηριοτήτων συγχωνεύσεων – εξαγορών και ακολουθούνται από περιόδους ύφεσης. Αξίζει να σημειωθεί ότι το έτος εμφάνισης και η διάρκεια του κάθε κύματος παρουσιάζει αποκλίσεις μεταξύ των πηγών, ωστόσο κάθε κύμα είναι ευδιάκριτο και ξεχωριστό από τα υπόλοιπα.

Το πρώτο κύμα συγχώνευσης ξεκίνησε στις ΗΠΑ στα τέλη του δέκατου ένατου αιώνα, το 1895 και διήρκεσε μέχρι το 1905. Θεωρείται γενικά ότι πυροδοτήθηκε από το συνδυασμό μιας ανερχόμενης χρηματιστηριακής αγοράς και της εισαγωγής του Sherman Antitrust Act (1890) που σχεδιάστηκε για να απαγορεύσει οποιαδήποτε σύμβαση που θα περιόριζε το εμπόριο μεταξύ διαφορετικών κρατών και χωρών, αλλά δεν είχε σχεδιαστεί ειδικά για να αντιμετωπίσει το αυξανόμενο φαινόμενο συγχώνευσης – εξαγοράς και απόκτησης δραστηριοτήτων. Δεν ήταν επίσης σε θέση να απαγορεύσει οποιαδήποτε συγχώνευση ή εξαγορά που πραγματοποιήθηκε από εταιρείες εκμεταλλεζόμενες την τότε συνεχώς αυξανόμενη δραστηριότητα. Το χειρότερο όμως ήταν ότι ο νόμος Sherman επέτρεψε στις εταιρείες να σχηματίσουν σχεδόν μονοπώλια χωρίς καμία κανονιστική παρέμβαση. Φυσικά, πολλές εταιρείες προσπάθησαν να επωφεληθούν από αυτήν την κατάσταση και το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων - εξαγορών των ΗΠΑ ξεκίνησε ως αποτέλεσμα. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου 1800 εταιρείες εξαφανίστηκαν και περίπου 71 πρώην ανταγωνιστικές βιομηχανίες μετατράπηκαν σε εικονικά μονοπώλια έχοντας ως αποτέλεσμα μια μαζική αναδιοργάνωση του βιομηχανικού τοπίου των Ηνωμένων Πολιτειών.

Το δεύτερο κύμα έκανε την εμφάνισή του το 1922 και αντανάκλα αυτή τη φορά το γεγονός ότι το κανονιστικό πλαίσιο αλλάζει ξανά. Τα αμερικανικά δικαστήρια κατέστησαν πλέον ξεκάθαρο ότι ήταν διατεθειμένοι να διαχωρίσουν βίαια εταιρείες που είχαν μονοπωλιακή εκμετάλλευση στις βιομηχανίες τους, όπως αποδείχθηκε σαφώς από τη διάλυση της Standard Oil το 1911. Ο John D Rockefeller είχε δημιουργήσει την Standard Oil το 1868 στο Πίτσμπουργκ της Πενσυλβανίας και στη συνέχεια εξαπλώθηκε γρήγορα σε όλες τις Ηνωμένες Πολιτείες κερδίζοντας όλο και περισσότερες θυγατρικές. Αυτή η μία εταιρεία αντιπροσώπευε όλη τη δύναμη και τον πλούτο της επιχειρηματικής αυτοκρατορίας Rockefeller και η Standard Oil ήταν γνωστή για τις άγριες επιχειρηματικές πρακτικές που έδωξαν πολλούς από τους ανταγωνιστές της. Το 1911, ωστόσο, το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ αποφάσισε να ενεργήσει και κατηγόρησε την Standard Oil για πρακτικές που εισήγαγαν διακρίσεις, κατάχρηση εξουσίας και υπερβολικό έλεγχο της αγοράς της. Όλα αυτά ήταν αποδεκτά βάσει του Sherman Act, αλλά το κανονιστικό πλαίσιο των Ηνωμένων Πολιτειών άλλαξε και η μονοπωλιακή συμπεριφορά δεν ήταν πλέον αποδεκτή. Η Standard Oil έχασε την επακόλουθη δικαστική μάχη και αναγκάστηκε να διαλύσει

τριάντα τρεις από τις σημαντικότερες θυγατρικές της και να διανείμει τις μετοχές στους υφιστάμενους μετόχους της, καθιστώντας αδύνατο για το Rockefeller να διατηρήσει τον έλεγχο των θυγατρικών. Η διάλυση της Standard Oil αντιπροσώπευε το πρώτο βήμα προς τη νέα νομοθεσία περί συγχωνεύσεων που επρόκειτο να εισαχθεί το 1914, το Clayton Act. Ο νόμος αυτός τέθηκε σε ισχύ ειδικά για την αποκατάσταση των αδυναμιών της προηγούμενης νομοθεσίας και ενθάρρυνε ενεργά τις εταιρείες να σχηματίσουν ολιγοπώλια αντί για μονοπώλια. Για άλλη μια φορά οι εταιρείες ήταν πρόθυμες να επωφεληθούν από την αλλαγή και το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων - εξαγορών των ΗΠΑ ήταν το αποτέλεσμα. Όπως και με το προηγούμενο κύμα, η χρηματιστηριακή αγορά ανέβηκε και οι εταιρείες μπόρεσαν να εκδώσουν μετοχές ως τρόπο χρηματοδότησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών με σχετική ευκολία. Ωστόσο, το κύμα έφτασε σε ένα απότομο τέλος, με την έλευση της Μεγάλης Ύφεσης (1929) που προκάλεσε την κατάρρευση του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ και σταμάτησε τη δραστηριότητα συγχώνευσης και εξαγοράς σχεδόν μέσα σε μια νύχτα.

Το επίπεδο των δραστηριοτήτων συγχώνευσης και εξαγοράς κυμάνθηκε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1940 και του 1950 χωρίς ποτέ να ανέβει στα ακραία επίπεδα που χαρακτηρίζουν ένα κύμα. Το 1950 εισήχθη ο νόμος Celler-Kefauver, ο οποίος επέκτεινε το νόμο Clayton και απαγόρευσε οποιαδήποτε συγχώνευση ή εξαγορά που είχε σχεδιαστεί για να δώσει σε μια εταιρεία σημαντικό βαθμό ισχύος στην αγορά. Ως αποτέλεσμα, ο αριθμός των οριζόντιων συμφωνιών μειώθηκε στο ελάχιστο. Αυτός ο νόμος σηματοδότησε το πρώτο βήμα προς τους κανονισμούς για τις συγκεντρώσεις, όπως ισχύουν σήμερα παγκοσμίως με έμφαση στη διατήρηση της επιλογής των καταναλωτών στην αγορά.

Η επόμενη κυματική δραστηριότητα των ΗΠΑ ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1950 και διήρκεσε μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1970 καθώς η οικονομία των ΗΠΑ υπέστη ένα ισχυρό σοκ και το χρηματιστήριο αυξήθηκε και πάλι σημαντικά. Το πιο αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος συγχωνεύσεων - εξαγορών ήταν η υπεροχή των συμφωνιών ομίλου ασυσχέτιστων δραστηριοτήτων καθώς οι εταιρείες επιδίωκαν ενεργά να επεκταθούν σε νέες αγορές και περιοχές. Αυτή η αλλαγή οφείλεται σχεδόν σίγουρα στις διατάξεις του νόμου Celler-Kefauver, ο οποίος έκανε τις οριζόντιες συγχωνεύσεις μη δημοφιλείς. Το 80% των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια αυτού του κύματος ήταν ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις – εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων διαφορετικού κλάδου,

ενώ μέχρι το 1973 δεκαπέντε από τις διακόσες κορυφαίες μεταποιητικές επιχειρήσεις είχαν κάνει τουλάχιστον μια ενέργεια ασυσχέτιστης συγχώνευσης - εξαγοράς. Καθ' όλη τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η πλειονότητα των συμφωνιών ήταν φιλικές ρυθμίσεις και το απόθεμα ήταν το κύριο μέσο ανταλλαγής. Πολλές ενέργειες εκείνη την περίοδο οδήγησαν στη δημιουργία μεγάλων επιχειρήσεων με αντικείμενα τις τραπεζικές εργασίες, τις ασφάλειες, την αγορά πετρελαίου και χάλυβα. Ωστόσο, η πετρελαϊκή κρίση του 1973 είχε ως αποτέλεσμα την απότομη αύξηση του πληθωρισμού και την παγκόσμια οικονομική ύφεση που σηματοδότησε το τέλος αυτού του τρίτου κύματος συγχωνεύσεων - εξαγορών (Αλεξανδράκης & Παζάρσκη, 2018).

Το τέταρτο κύμα των ΗΠΑ πραγματοποιήθηκε τη δεκαετία του 1980 και ξεπέρασε όλα τα κύματα της διαδικασίας τόσο στον όγκο των συναλλαγών όσο και στο μέγεθος των συμφωνιών. Ένα άλλο αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος ήταν ο πολύ υψηλότερος βαθμός εχθρότητας, καθώς οι εταιρείες που προηγουμένως θεωρούνταν ανέγγιχτες, αφού το τεράστιο μέγεθός τους θα τους διατηρούσε ασφαλείς, έγιναν στόχοι ανεπιθύμητων προσφορών εξαγοράς και αγωνίστηκαν έντονα για να υπερασπιστούν τον εαυτό τους. Σχεδόν οι μισές από τις μεγάλες εταιρείες των ΗΠΑ ήταν οι παραλήπτες μιας ανεπιθύμητης προσφοράς εξαγοράς το 1980 που αποτελεί σαφή ένδειξη του όγκου των συναλλαγών που πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια αυτού του συγκεκριμένου κύματος. Ένας πιθανός λόγος είναι ότι η κυβέρνηση των ΗΠΑ χαλάρωσε ορισμένους από τους περιορισμούς στη δραστηριότητα εξαγοράς που είχε θέσει σε ισχύ ο προηγούμενος νόμος. Μια εναλλακτική εξήγηση είναι ότι αντιπροσώπευε την επιστροφή στην εξειδίκευση μετά την υπερβολική διαφοροποίηση και επέκταση του κύματος της δεκαετίας του 1960. Πολλές από τις εταιρείες που ήταν πιο δραστήριες κατά τη διάρκεια του προηγούμενου κύματος συγχωνεύσεων - εξαγορών διαπίστωσαν ότι υπήρχαν απίστευτες δυσκολίες στη διαχείριση μιας εταιρείας που διαδόθηκε σε πολλές διαφορετικές αγορές και χώρες. Πολλοί όμιλοι απέτυχαν εντελώς ή αναγκάστηκαν να εκχωρήσουν σημαντικά περιουσιακά στοιχεία για να επιβιώσουν. Μετά το κύμα συγχώνευσης της δεκαετίας του 1960 και το κύμα της δεκαετίας του 1980 είδε την επιστροφή οριζόντιων εξαγορών, καθώς οι εταιρείες επέλεξαν να επικεντρωθούν σε περιοχές όπου ήταν πιο κερδοφόρες και αποτελεσματικές. Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί ότι η δεκαετία του 1980 ήταν μια περίοδος κατά την οποία οι εταιρείες

έπρεπε να ανταποκριθούν σε μια σειρά από σοκ που επηρέασαν σχεδόν κάθε τύπο εταιρείας. Αυτά περιελάμβαναν την αύξηση της βιομηχανικής απορρύθμισης, σοβαρές αλλαγές στο κόστος των εισροών, όπως το πετρέλαιο, και τις ραγδαίες εξελίξεις στην τεχνολογία που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Τέλος, η εμφάνιση του τέταρτου κύματος αποδίδεται στην διοικητική αναποτελεσματικότητα. Οι αναποτελεσματικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, σε συνδυασμό με τα εξίσου κακά διευθυντικά συστήματα κινήτρων, επέτρεψαν στην εταιρική κακοδιαχείριση να ανθήσει καθ' όλη τη δεκαετία του 1970 και στη δεκαετία του 1980.

Στη δεκαετία του 1990, παρατηρήθηκε ένα πέμπτο κύμα που αφορούσε συγχωνεύσεις – εξαγορές που αυξάνουν το μέγεθος. Οι οδηγοί αυτών των συμφωνιών φάνηκε να είναι η πεποίθηση ότι το μέγεθος έχει σημασία για τον ανταγωνισμό στην αγορά. Πολλές από τις σημαντικότερες συγχωνεύσεις – εξαγορές δεν ήταν καθαρά οριζόντιες ούτε καθαρά ομίλου. Αντιθέτως, παρουσίασαν επεκτάσεις αγοράς εταιρειών στον ίδιο κλάδο που εξυπηρετούσαν διαφορετικές και επί του παρόντος μη ανταγωνιστικές αγορές. Οι βασικοί παράγοντες που διευκόλυναν αυτό το κύμα ήταν η απορρύθμιση της αγοράς και η ιδιωτικοποίηση, ενώ ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που διευκόλυνε αυτό το κύμα ήταν το τεχνολογικό σοκ της επανάστασης στο Διαδίκτυο. Οι πιο αξιοσημείωτες συγχωνεύσεις αυτού του κύματος επικεντρώθηκαν στις τραπεζικές και χρηματοοικονομικές υπηρεσίες καθώς και στις βιομηχανίες τηλεπικοινωνιών, ψυχαγωγίας και μέσων τεχνολογίας. Στα τέλη του 2000, αυτό το κύμα παρουσίασε επιβράδυνση, προφανώς λόγω της κατάρρευσης των αποθεμάτων Διαδικτύου και των οικονομικών προβλημάτων του κλάδου των τηλεπικοινωνιών (Economics, 2007).

Το έκτο κύμα εμφανίστηκε το 2003, όπου και συνέπεσε με το τέλος της φούσκας των εταιρειών του Διαδικτύου. Η παγκοσμιοποίηση, τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια και ο ακτιβισμός των μετόχων ήταν τα βασικά χαρακτηριστικά αυτού του κύματος. Οι μέτοχοι συμμετείχαν περισσότερο, οδηγώντας σε ακτιβισμό των μετόχων, όπου επέδειξαν μεγαλύτερη επιρροή και δύναμη στις ενέργειες και τη συμπεριφορά μιας εταιρείας με την απλή άσκηση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας τους στη διοίκηση. Δεν διευθύνουν άμεσα την εταιρεία, αλλά έχουν το λόγο για τον τρόπο λειτουργίας της από το διοικητικό συμβούλιο ή τη διεύθυνση. Φυσικά, αυτή η προληπτική στάση των

μετόχων τους οδήγησε να αναλάβουν δράση για τη διάδοση της ιδιοκτησίας με τη διοίκηση και τους επενδυτές της εταιρείας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων. Επίσης, οι μοχλευμένες εξαγορές ήταν πολύ διαδεδομένες τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Πρόκειται για συγχωνεύσεις ή εξαγορές όπου η απορροφούσα εταιρεία δανείζεται χρήματα για να καλύψει το κόστος απόκτησης της εταιρείας - στόχου της, επιτρέποντάς τους να πραγματοποιήσουν εξαγορές ή συγχωνεύσεις χωρίς να χρειάζεται να δεσμεύσουν μεγάλο ποσό κεφαλαίου. Αυτή η πράξη δανεισμού ή λήψης δανείων για την κάλυψη του κόστους απόκτησης μπορεί να θεωρηθεί ως κάτι που είχε μείνει εκτός του τέταρτου κύματος. Αυτή τη φορά, ωστόσο, τα επιτόκια διατηρούνται χαμηλά και οι ιδιωτικές εταιρείες μετοχών ήταν πιο δραστήριες στη μείωση του φορτίου. Η παγκοσμιοποίηση έγινε ένα βασικό σημείο για εξαγορές και συγχωνεύσεις και όλο και περισσότερες εταιρείες - ακόμη και οι μεγαλύτερες και ήδη εγκατεστημένες εταιρείες - προτίθενται να επεκτείνουν την εμβέλειά τους σε πολυεθνικές και παγκόσμιες αγορές. Τα ίχνη της τάσης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων κατά τη διάρκεια του πέμπτου κύματος εξακολουθούν να είναι ισχυρά και ορατά κατά το έκτο κύμα, αλλά με σαφώς μεγαλύτερα οφέλη. Η κυβερνητική υποστήριξη είναι πιο εύκολα διαθέσιμη και η ανάπτυξη των ιδιωτικών κεφαλαίων βοήθησε επίσης πολύ. Ωστόσο, τον Δεκέμβριο του 2007, η κρίση ενυπόθηκων δανείων (subprime) στις ΗΠΑ, η οποία συνέπεσε με την ύφεση της οικονομίας των ΗΠΑ, σηματοδότησε το τέλος του έκτου κύματος.

Το έβδομο κύμα κάνει την εμφάνισή του το 2011, μετά το τέλος της κρίσης των ΗΠΑ. Σε αυτό το κύμα, οι BRICS βρίσκονται στο προσκήνιο της δραστηριότητας συγχωνεύσεων - εξαγορών. Το BRICS σημαίνει Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα και Νότια Αφρική, πέντε από τις αναδυόμενες εθνικές οικονομίες του κόσμου, οι οποίες είτε είναι αναπτυσσόμενες χώρες είτε προσφάτως βιομηχανοποιημένες, ενώ τυχαίνει επίσης να είναι και πέντε από τις πιο πολυπληθείς χώρες. Στην πραγματικότητα και οι πέντε χώρες αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 40% του παγκόσμιου πληθυσμού. Αυτή η συνεργασία μεταξύ αυτών των χωρών εστιάζει πολύ στις εμπορικές και εταιρικές δραστηριότητες και σίγουρα δεν θα προκαλούσε έκπληξη όταν οι δραστηριότητες συγχωνεύσεων και εξαγορών τα επόμενα χρόνια θα συγκεντρωθούν σε μεγάλο βαθμό σε αυτές τις χώρες ή τις ηπείρους στις οποίες ανήκουν. Ωστόσο, ένα πράγμα είναι σίγουρο: θα εξακολουθήσουμε να βλέπουμε τις τάσεις και τα μοτίβα που προέκυψαν αρχικά κατά τα προηγούμενα κύματα. Οι διασυνοριακές

συγχωνεύσεις και οι βιομηχανικές ενοποιήσεις θα συνεχίσουν να ευδοκιμούν. Οι εχθρικές εξαγορές, οι μοχλευμένες εξαγορές και οι ομόκεντρες συγχωνεύσεις θα παραμείνουν επίσης επικρατούσες (Cleverism, 2019).

Στο διάγραμμα 1.3 που ακολουθεί φαίνεται η αλματώδης αύξηση των συγχωνεύσεων – εξαγορών κατά τη δεκαετία του 1990. Είναι χαρακτηριστικό ότι η παγκόσμια αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών μόνο το έτος 2000 ξεπερνούσε τα \$3,4 τρις σε αξία.

Διάγραμμα 1.3: Η "Φρενίτιδα" Σ&Ε της Δεκαετίας του '90



Πηγή: Thomson Financial Securities Data

1.4. ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σημαντική έρευνα στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών δείχνει ότι οι λόγοι των συγχωνεύσεων ποικίλλουν. Η ενοποίηση των διεθνών αγορών και η συνεχιζόμενη ένταση του ανταγωνισμού καθιστούν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές ένα βασικό και απαραίτητο όπλο όχι μόνο για τη διατήρηση της ανταγωνιστικής θέσης, του μεριδίου της αγοράς και της δύναμης μίας τράπεζας, αλλά και για την ίδια την επιβίωση της ιδιαίτερα σε περιόδους ύφεσης και οικονομικής κρίσης. Τα πιο βασικά και συνηθέστερα κίνητρα πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης ή μίας εξαγοράς από ένα τραπεζικό οργανισμό είναι τα εξής:

Διάγραμμα 1.4: Κίνητρα συγχωνεύσεων - εξαγορών



1. Εκμετάλλευση οικονομίων κλίμακας.

Σύμφωνα με το ECB Report (2006) η μείωση του κόστους μέσω της εκμετάλλευσης των οικονομίων κλίμακας αποτελεί συνήθως τον κυριότερο λόγο πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς στον τραπεζικό κλάδο. Μια εταιρεία λέγεται ότι έχει οικονομίες κλίμακας όταν το μέσο κόστος της μειώνεται καθώς αυξάνεται η συνολική παραγωγή. Βραχυπρόθεσμα, όταν διατηρείται το φυσικό κεφάλαιο, οι σταθερές οικονομίες κλίμακας καθιστούν την παραγωγή λιγότερο δαπανηρή. Μακροπρόθεσμα, ενδέχεται να προκύψουν από το συντονισμό των επενδύσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών στο φυσικό κεφάλαιο. Έτσι, στον τραπεζικό κλάδο, αλλά και γενικά στις επιχειρήσεις, οι οικονομίες κλίμακας επιτρέπουν την απαλλαγή από το διπλό σταθερό κόστος. Πιο συγκριμένα, η εξοικονόμηση κόστους περιλαμβάνει κλείσιμο περιττών υποκαταστημάτων, ενοποίηση συστημάτων πληροφοριών και κεντρικών γραφείων, επεξεργασία ελέγχων, πληρωμές και συναλλαγές με κάρτες, κοινή χρήση μάρκετινγκ και διαχείρισης, διανομή παραγωγής και διανομή ή μείωση των γενικών και διοικητικών εξόδων (Pasiouras, Zorounidis & Sailesh, 2005).

2. Εκμετάλλευση οικονομίων φάσματος.

Οικονομίες φάσματος δημιουργούνται μέσω της παροχής και διάθεσης διαφοροποιημένων προϊόντων και υπηρεσιών, καλύπτοντας έτσι μεγαλύτερο μέρος των αναγκών των πελατών. Απορρέουν από την καθετοποίηση της παραγωγικής

διαδικασίας είτε προς τα εμπρός είτε προς τα πίσω με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους που προκύπτει από την ύπαρξη μεσαζόντων (Παπαδάκης, 2007). Υπάρχουν πολλοί τρόποι με τους οποίους μπορούν οι τράπεζες να επιτυγχάνουν οικονομίες εμβέλειας και να προσφέρουν μεγαλύτερη γκάμα προϊόντων. Η διασταυρούμενη πώληση θεωρείται ως πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος για μια υπάρχουσα επιχείρηση. Για παράδειγμα, μια μικρότερη τράπεζα μπορεί να προσφέρει προϊόντα που έχουν ήδη μεταφερθεί από μια μεγαλύτερη τράπεζα που δεν θα μπορούσαν να προσφερθούν προηγουμένως λόγω του μικρότερου μεγέθους της τράπεζας. Επομένως, μια τέτοια συγχώνευση επιτρέπει στο συνδυασμένο ίδρυμα να προσφέρει μεγαλύτερη γκάμα προϊόντων, αυξάνοντας τις πωλήσεις και κατά συνέπεια τα ακαθάριστα έσοδα.

Στην επιθυμία των τραπεζών για παροχή διαφορετικών προϊόντων σε πελάτες συμβάλουν και οι συμφωνίες με διάφορα ασφαλιστικά ιδρύματα. Υπάρχουν σημαντικά οφέλη από τον συνδυασμό τραπεζικής και ασφάλισης ζωής, επειδή οι τράπεζες έχουν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, ενώ τα ασφαλιστικά ιδρύματα έχουν το αντίθετο. Επίσης, τέτοιου είδους συμφωνίες συμβάλλουν στη βελτιστοποίηση των διαφόρων δικτύων διανομής των προϊόντων των εταιρειών, καθώς οι τράπεζες διαθέτουν ένα ευρύ φάσμα καταστημάτων στα οποία μπορούν να πωλούνται ασφαλιστικά προϊόντα (Pasiouras, Zorounidis & Sailesh, 2005).

3. Αυξημένη ισχύ στην αγορά.

Η κατάργηση πολλών ρυθμιστικών περιορισμών και οι τεχνολογικές εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο αναγκάζουν πολλές τράπεζες να προβούν σε συγχωνεύσεις – εξαγορές προκειμένου να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις αλλαγές και να διατηρήσουν παράλληλα τη δυναμική τους. Μέσω των συγχωνεύσεων – εξαγορών αυξάνεται το μερίδιο αγοράς, και συνεπώς η δυναμική κάθε τράπεζας, αλλά και κάθε επιχείρησης γενικότερα (Παπαδάκης, 2007). Η διαπραγματευτική δύναμη της τράπεζας με τους προμηθευτές και τους αγοραστές ενισχύεται. Η συγχωνευθείσα τράπεζα μπορεί, επίσης, να εκμεταλλευτεί τεχνολογικές ανακαλύψεις ενάντια στην απαρχαιότητα και τους πολέμους τιμών. Έτσι, περιορίζοντας τον ανταγωνισμό,

μπορεί να κερδίσει εξαιρετικά κανονικά κέρδη και να χρησιμοποιήσει στρατηγικά τα πλεονάσματα για να παγιώσει περαιτέρω τη θέση της και να βελτιώσει την ισχύ της στην αγορά. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι δεν είναι απαραίτητο η αυξημένη ισχύς μια συγχωνευμένης επιχείρησης στην αγορά να οδηγήσει σε αποτελεσματικότητα και βέλτιστη κατανομή πόρων. Η ισχύς στην αγορά σημαίνει αδικαιολόγητη συγκέντρωση που θα μπορούσε να περιορίσει την επιλογή των αγοραστών καθώς και να εκμεταλλευτεί τους προμηθευτές και την εργασία (MBA Knowledge Base, 2021).

4. Διαφοροποίηση.

Ένα κοινώς δηλωμένο κίνητρο για συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι η επίτευξη μείωσης του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης. Ο βαθμός στον οποίο μειώνεται ο κίνδυνος εξαρτάται από τη συσχέτιση μεταξύ των κερδών των συγχωνευόμενων εταιρειών. Ενώ η αρνητική συσχέτιση φέρνει μεγαλύτερη μείωση του κινδύνου, η θετική συσχέτιση φέρνει μικρότερη μείωση του κινδύνου. Η διαφοροποίηση σε νέους τομείς και νέα προϊόντα μπορεί, επίσης, να αποτελέσει κίνητρο για μια εταιρεία να συγχωνευτεί με μια άλλη. Μέσω των αποτελεσμάτων διαφοροποίησης, η συγχώνευση μπορεί να αποφέρει οφέλη σε όλες τις εταιρείες μειώνοντας τη διακύμανση των κερδών της εταιρείας. Εάν το εισόδημα της εταιρείας A αυξάνεται γενικά όταν το εισόδημα του B γενικά πέφτει και το αντίστροφο, η διακύμανση του ενός θα τείνει να αντισταθμίσει τις διακυμάνσεις του άλλου, δημιουργώντας έτσι ένα σχετικά επίπεδο μοτίβο συνδυασμένων κερδών. Πράγματι, θα υπάρξει κάποια επίδραση διαφοροποίησης εφόσον τα κέρδη των δύο εταιρειών δεν συσχετίζονται τέλεια (και τα δύο αυξάνονται και πέφτουν μαζί). Αυτή η μείωση του συνολικού κινδύνου είναι ιδιαίτερα πιθανή εάν οι συγχωνευθείσες εταιρείες βρίσκονται σε διαφορετικούς τομείς δραστηριότητας. Ωστόσο, το κίνητρο διαφοροποίησης βασίζεται στην πρόταση ότι εάν συνδυαστούν δύο επικίνδυνα έργα, τότε ο κίνδυνος συνδυασμού θα είναι μικρότερος από τον σταθμισμένο μέσο όρο του κινδύνου αυτών των δύο έργων. Έτσι, οι εταιρείες διαφοροποιούνται για να επιτύχουν (MBA Knowledge Base, 2021):

- Πωλήσεις και σταθερότητα ανάπτυξης
- Ευνοϊκές αναπτυξιακές εξελίξεις
- Ευνοϊκές αλλαγές στον ανταγωνισμό

- Τεχνολογικές αλλαγές.

5. Επιταχυνόμενη ανάπτυξη.

Η ανάπτυξη είναι απαραίτητη για τη διατήρηση της βιωσιμότητας, του δυναμισμού και της ικανότητας ενίσχυσης της αξίας μιας τράπεζας. Γενικότερα, μια επιχείρηση με γνώμονα την ανάπτυξη δεν είναι μόνο ικανή να προσελκύσει τα πιο ταλαντούχα στελέχη, αλλά θα μπορούσε, επίσης, να τα διατηρήσει. Οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις παρέχουν προκλήσεις και ενθουσιασμό στα στελέχη, καθώς και ευκαιρίες για τον εμπλουτισμό της εργασίας τους και την ταχεία ανάπτυξη της σταδιοδρομίας τους. Αυτό συμβάλλει στην αύξηση της διαχειριστικής αποτελεσματικότητας. Επίσης, η ανάπτυξη οδηγεί σε υψηλότερα κέρδη και αύξηση της αξίας των μετόχων. Μια επιχείρηση μπορεί να επιτύχει τον αναπτυξιακό της στόχο με:

- Επέκταση των υπαρχουσών αγορών της
- Είσοδο σε νέες αγορές.

Επίσης, μια επιχείρηση μπορεί να επεκτείνει και / ή να διαφοροποιήσει τις αγορές της εσωτερικά ή εξωτερικά. Εάν δεν μπορεί να αναπτυχθεί εσωτερικά λόγω έλλειψης φυσικών και διαχειριστικών πόρων, μπορεί να αναπτυχθεί εξωτερικά συνδυάζοντας τις δραστηριότητές της με άλλες εταιρείες μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορεί να βοηθήσουν στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρείας με βολικό και φθινό τρόπο. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να επισημανθεί ότι η εξωτερική ανάπτυξη θα μπορούσε να είναι δαπανηρή εάν η εταιρεία πληρώσει υπερβολικό τίμημα για συγχώνευση. Τα οφέλη πρέπει να υπερβαίνουν το κόστος απόκτησης για την πραγματοποίηση μιας ανάπτυξης που προσθέτει αξία στους μετόχους. Στην πράξη, διαπιστώθηκε ότι η διοίκηση ορισμένων εταιρειών εξαγοράς πλήρωσε υπερβολικό τίμημα για την εξαγορά προκειμένου να ικανοποιήσει την επιθυμία τους για υψηλή ανάπτυξη και μεγάλο μέγεθος των εταιρειών τους. Είναι απαραίτητο η τιμή να καθορίζεται και να διαπραγματεύεται προσεκτικά, έτσι ώστε η συγχώνευση να ενισχύει την αξία των μετόχων (MBA Knowledge Base, 2021).

6. Φορολογικά οφέλη

Τα φορολογικά οφέλη υποκινούσαν τις συγχωνεύσεις – εξαγορές από το 1972. Αν και η συγκέντρωση κεφαλαίου θα έπρεπε να φορολογείται, έχουν θεσπιστεί νόμοι που επονομάζουν τις συγχωνεύσεις «οικονομική αναγκαιότητα» και ουσιαστικά τους εξασφαλίζουν το αφορολόγητο των συναλλαγών (Deloitte & Touche, 2002). Μια συγχώνευση – εξαγορά μπορεί να δημιουργήσει οικονομικά οφέλη όταν μια εταιρεία παράγει σημαντικό φορολογητέο εισόδημα και συγχωνευθεί με μια εταιρεία με σημαντικές ζημιές μεταφοράς. Μετά τη συγχώνευση, η συνολική φορολογική υποχρέωση της ενοποιημένης εταιρείας θα είναι πολύ χαμηλότερη από τη φορολογική υποχρέωση της ανεξάρτητης εταιρείας. Επίσης, η υπεραξία που καταβάλλεται από την εξαγοράζουσα εταιρεία υπόκειται σε πολυετή απόσβεση, έχοντας ως αποτέλεσμα τη μείωση της ετήσιας φορολογικής επιβάρυνσης της νέας εταιρείας (Corporate Finance Institute, 2021).

7. Εξάλειψη μειωμένης αποδοτικότητας επιχείρησης – στόχου.

Όταν οι διευθυντές μιας τράπεζας αποτύχουν να μεγιστοποιήσουν την αγοραία αξία της, τότε η τράπεζα γίνεται στόχος από αγοραστές που διαθέτουν διοικητικές και άλλες ικανότητες, ικανές να βελτιώσουν θεαματικά την απόδοση της. Η αναποτελεσματική διοίκηση της τράπεζας – στόχου συνήθως οφείλεται στα αντικρουόμενα συμφέροντα της διοίκησης και των μετόχων. Σε αυτήν την περίπτωση, η απειλή εξαγοράς μπορεί να χρησιμεύσει ως μηχανισμός ελέγχου που περιορίζει το βαθμό διακύμανσης μεταξύ των επιδιώξεων της διοίκησης για ανάπτυξη από την επιθυμία των μετόχων για μεγιστοποίηση του πλούτου. Μια συγχώνευση μπορεί να μην είναι ο μόνος τρόπος για τη βελτίωση της διαχείρισης, αλλά εάν οι μέτοχοι δεν μπορούν να επιτύχουν μια αλλαγή στη διαχείριση που θα αυξήσει την αξία της επένδυσής τους εντός της εταιρείας, είτε επειδή είναι πολύ δαπανηρή είτε πολύ αργή, τότε μια συγχώνευση μπορεί πιο απλούστερος και πρακτικός τρόπος επίτευξης των επιθυμητών στόχων. Ένας άλλος λόγος που μια τράπεζα προχωρά στην συγχώνευση – εξαγορά μιας άλλης τράπεζας είναι γιατί απλώς διαθέτει καλύτερη εμπειρία διαχείρισης από τον στόχο. Επομένως, εάν η διαχείριση του αγοραστή είναι πιο αποτελεσματική από τη διαχείριση της τράπεζας - στόχου, μια συγχώνευση –

εξαγορά το μόνο που θα αποφέρει είναι κέρδη (Pasiouras, Zorounidis & Sailesh, 2005).

8. Υπέρβαση εμποδίων εισόδου

Η επιθυμία μιας τράπεζας ή μιας επιχείρησης γενικότερα να αναπτυχθεί σε αγορές νέων χωρών είναι να πιθανό να αντιμετωπίσει ορισμένες δυσκολίες. Συγκεκριμένα, απαιτούνται μεγάλα ποσά για τη χρηματοδότηση νέων εγκαταστάσεων, τη διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων, την αγορά εξοπλισμού ή την εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού. Επιπλέον, σε κάθε προσπάθεια επέκτασης σε νέα αγορά θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ο υψηλός ανταγωνισμός που επικρατεί στους περισσότερους κλάδους. Ωστόσο, η επέκταση σε νέες αγορές δεν παύει να αποτελεί μια πολύ ορθή στρατηγική για την αντιμετώπιση των κινδύνων που εγκυμονεί η δραστηριοποίηση σε ένα μόνο κλάδο. Επομένως, ο καλύτερος τρόπος για την αντιμετώπιση των εμποδίων εισόδου είναι μέσω των συγχωνεύσεων - εξαγορών. Μια εταιρεία που δραστηριοποιείται ήδη σε ένα χώρο προσφέρει γνώση της αγοράς, εγκατεστημένο δίκτυο διανομής αλλά κυρίως μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της «εταιρείας – στόχου» (brand loyalty). Χαρακτηριστικό παράδειγμα υπέρβασης εμποδίων μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο αποτελεί η περίπτωση της Τράπεζας Πειραιώς, η οποία το 1998 εξαγόρασε την αμερικανική τράπεζα Marathon Bank στην προσπάθειά της να εκμεταλλευτεί το ευρύ δίκτυο καταστημάτων της στην Αμερική, εξυπηρετώντας με αυτό τον τρόπο ένα μεγάλο τμήμα της ελληνικής κοινότητας στην Astoria και στο City (Παπαδάκης, 2002).

9. Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού

Με το να επεκταθεί μια επιχείρηση σε άλλες, σχετικές ή μη αγορές, μπορεί να μειώσει την εξάρτησή της από την αγορά στην οποία απευθυνόταν προηγουμένως και όπου ο ανταγωνισμός μπορεί να ήταν έντονος. Ειδικά, όσο αναφορά τον τραπεζικό κλάδο, ο αριθμός των ξένων τραπεζών έχει αυξηθεί σε κάθε τραπεζική αγορά οδηγώντας σε έναν εντατικό ανταγωνισμό και μείωσε τα περιθώρια κέρδους σε πολλούς ευρωπαϊκούς εθνικούς τραπεζικούς τομείς. Επίσης, η διαδικασία

παγκοσμιοποίησης συνέβαλε στη μετάβαση από ένα σύστημα τραπεζοκεντρικού χαρακτήρα σε ένα χαρακτήρα βασισμένο στην αγορά. Είναι προφανές, λοιπόν, ότι σε ένα τέτοιο ανταγωνιστικό περιβάλλον μόνο τα πιο αποτελεσματικά ιδρύματα θα είναι σε θέση να επιβιώσουν μακροπρόθεσμα και οι συγχωνεύσεις – εξαγορές είναι αναπόφευκτη συνέπεια αυτής της προσπάθειας (Παπαδάκης, 2016, Pasiouras, Zorounidis & Sailesh, 2005).

10. Διοικητική αλαζονεία (Hubris)

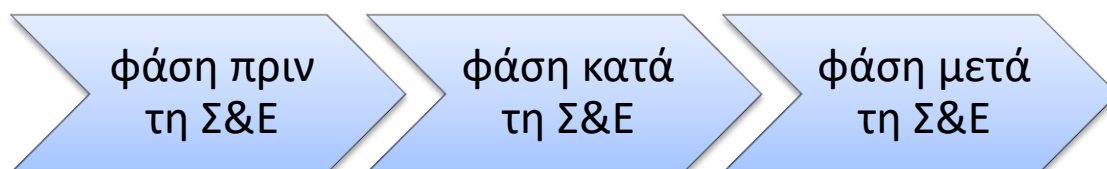
Συχνά τα διοικητικά στελέχη παρουσιάζουν μια υπερβολική αυτοπεποίθηση στις διοικητικές τους ικανότητες και πιστεύουν εσφαλμένα ότι είναι σε θέση να διαχειρίζονται άλλες εταιρείες. Κατά συνέπεια, επιδιώκουν συγχωνεύσεις – εξαγορές ακόμη και όταν δεν υπάρχει προοπτική κέρδους. Πιο συγκεκριμένα, η υπερηφάνεια της διαχείρισης τους επιτρέπει να πιστεύουν ότι η δική τους εκτίμηση του στόχου είναι σωστή, ακόμη και αν αντικειμενικές πληροφορίες δείχνουν ότι η πραγματική οικονομική αξία του στόχου, όπως αντικατοπτρίζεται στην αποτίμηση της αγοράς, είναι χαμηλότερη. Λόγω αυτής της αλαζονείας (hubris) οι αγοραστές καταλήγουν να πληρώνουν υπερβολικά για την απόκτηση της εκάστοτε τράπεζας - στόχου, μεταφέροντας ουσιαστικά όλα τα κέρδη από τη συναλλαγή στους μετόχους της εταιρείας - στόχου (Investopedia, 2021). Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοια συμπεριφοράς αποτελεί το εγχείρημα συγχώνευσης της ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ με την ALPHA BANK το 2002. Σύμφωνα με τα δημοσιεύματα εκείνης της εποχής ένας από τους λόγους που δεν προχώρησε η συγκεκριμένη συμφωνία ήταν το γεγονός ότι *«δεν επρόκειτο για συλλογικό στρατηγικό σχέδιο, αλλά για προσωπικό όραμα δύο ανθρώπων, οι οποίοι προσπάθησαν να το υλοποιήσουν χωρίς να εξηγήσουν επαρκώς και να πείσουν για την αναγκαιότητά του»* (Παπαδάκης, 2016).

1.5. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Οι συγχωνεύσεις – εξαγορές αποτελούν μια ολόκληρη διαδικασία, η οποία θα πρέπει να προετοιμαστεί, να υλοποιηθεί και να ελεγχθεί με όσο το δυνατόν πιο

επαγγελματικό τρόπο. Ουσιαστικά θα πρέπει να τεθεί στο πλαίσιο ενός στρατηγικού σχεδιασμού, ο οποίος θα καλύπτει τη διαδικασία πριν τη συγχώνευση – εξαγορά, κατά τη διάρκεια και μετά από αυτή. Οι φάσεις αυτές παρουσιάζονται στο διάγραμμα 1.5 που ακολουθεί.

Διάγραμμα 1.5: Φάσεις συγχωνεύσεων - εξαγορών



Πηγή: Γεωργόπουλος Α.(2015), Αναδιοργάνωση Και Μάνατζμεντ Αλλαγών Στις Επιχειρήσεις

Το πρώτο βήμα που κάνει μια επιχείρηση πριν προχωρήσει σε μία συγχώνευση – εξαγορά είναι η αξιολόγηση της οικονομικής της θέσης, των μελλοντικών της προβλέψεων και των εξωτερικών συνθηκών της αγοράς, έτσι ώστε να καθορίσει τι θέλει να επιτύχει μέσα από αυτή τη διαδικασία. Για να εξασφαλιστεί δε η επιτυχία της, θα πρέπει να προετοιμαστεί κατάλληλα μέσω της δημιουργίας μιας υπεύθυνης ομάδας έμπειρων στελεχών που θα ασχοληθεί αποκλειστικά με την αξιολόγηση αυτών των παραμέτρων, ενδεχομένως σε συνεργασία με διεθνείς εταιρείες εξειδικευμένων συμβούλων.

Μόλις καθοριστεί ο στόχος της συγχώνευσης – εξαγοράς, ορίζονται και τα κριτήρια για το προφίλ της εταιρείας – στόχου. Τι πρέπει να παρέχει αυτή η εταιρεία; Εξετάζονται το μέγεθος της εταιρείας, η οικονομική θέση (περιθώρια κέρδους), τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται, το πελατολόγιο και τυχόν άλλοι παράγοντες που σχετίζονται με τη θέση της επιχείρησης ως αγοραστή. Αφού η επιχείρηση συγκεντρώσει όλες τις παραπάνω πληροφορίες, θα πρέπει να πραγματοποιήσει μια σύντομη αξιολόγηση των πιθανών εταιρειών - στόχων.

Μόλις η επιχείρηση επιλέξει την επιχείρηση - στόχο που θεωρείται ως η πιο κατάλληλη για να προχωρήσει σε μια συγχώνευση – εξαγορά, και αφού αναλύσει λεπτομερώς όλους τους σημαντικού τομείς (ισολογισμός, ταμειακές ροές, τεχνολογίες, προϊόντα, δυνατότητα συνεργιών, ανταγωνιστικό πλεονέκτημα/ μειονέκτημα, κοκ) πραγματοποιούνται οι πρώτες επαφές. Ως υποψήφιος αγοραστής,

θα πρέπει να στείλει μια επιστολή, στην οποία εκφράζει το ενδιαφέρον της για τη συγχώνευση – εξαγορά και να παρέχει μια σύνοψη της προτεινόμενης συμφωνίας.

Το επόμενο στάδιο είναι η αποτίμηση της εταιρείας - στόχου. Αυτό είναι ένα από τα πιο κρίσιμα βήματα στη διαδικασία συγχωνεύσεων – εξαγορών. Εδώ, η εταιρεία - στόχος παρέχει στον αγοραστή σημαντικές πληροφορίες σχετικά με την επιχείρησή της, κυρίως χρηματοοικονομικού περιεχομένου. Έτσι ο αγοραστής μπορεί να αξιολογήσει την αξία της, τόσο ως αυτόνομη εταιρεία όσο και ως πιθανή συγχώνευση ή εξαγορά. Εκτός από την οικονομική ανάλυση, πρέπει επίσης να αξιολογηθεί η κουλτούρα, οι εξωτερικές συνθήκες που ενδέχεται να επηρεάσουν την επιτυχία της συμφωνίας, το χρονοδιάγραμμα και άλλες μορφές συνέργειας. Στην ιδανική περίπτωση, θα πρέπει να παραχθούν πολλαπλά μοντέλα αποτίμησης που μπορούν να βοηθήσουν στη λήψη αποφάσεων για την ολοκλήρωση της συμφωνίας ή όχι. Είναι σύνηθες να προσλαμβάνονται εξωτερικοί σύμβουλοι για να εκτελείτε ή να βοηθάτε η αποτίμηση. Μπορεί, επίσης, να πραγματοποιηθεί μια ανάλυση SWOT για την εταιρεία - στόχο, ώστε να αναλυθούν τα πλεονεκτήματα, οι αδυναμίες, οι ευκαιρίες και οι απειλές.

Μετά τα αποτελέσματα των μοντέλων αποτίμησης, η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί να δημιουργήσει μια αρχική συμφωνία και, στη συνέχεια, να παρουσιάσει αυτήν τη συμφωνία στην εταιρεία - στόχο. Έπειτα ακολουθεί μια περίοδος διαπραγματεύσεων, αναφορικά με την τιμή εξαγοράς, τη δομή και το περιεχόμενο της συναλλαγής αναφορικά με τον τρόπο χρηματοδότησης (π.χ. μετρητά, μετοχές), το ποσοστό των εξαγοραζομένων μεριδίων, τη διαμόρφωση του συμβολαίου κ.α. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της τιμής εξαγοράς είναι σχετικά πολλές. Αυτές είναι, για παράδειγμα, με βάση τα κέρδη ή τις πωλήσεις, τη χρηματιστηριακή αξία, τις αγοραπωλησίες παρόμοιων επιχειρήσεων ή την προεξόφληση των μελλοντικών καθαρών εισπράξεων. Όμως, είναι πιθανό στο σημείο αυτό ο υποψήφιος αγοραστής να σταματήσει τις διαπραγματεύσεις και να μην προχωρήσει στην ολοκλήρωση της συμφωνίας. Η αποχώρηση από τη συμφωνία γίνεται με τη χρησιμοποίηση εξειδικευμένων ανθρώπων, των λεγόμενων deal killers, οι οποίοι προσλαμβάνονται από την επιχείρηση κατά τη διάρκεια της αξιολόγησης του στόχου είτε των διαπραγματεύσεων και αναλαμβάνουν τη συλλογή πληροφοριών και την ανάλυση αυτών. Αν δε μπορούν να εξασφαλιστούν οι απαραίτητες πληροφορίες σε θέματα - κλειδιά ή αν παρουσιαστούν προβλήματα, όπως ηθικές

παραβάσεις κ.λπ., ακυρώνουν τη συναλλαγή και ο υποψήφιος αγοραστής απομακρύνεται από τη διαδικασία.

Ωστόσο, στην περίπτωση που η συγχώνευση - εξαγορά προχωρήσει κανονικά και τα ενδιαφερόμενα μέρη υπογράψουν τη συμφωνία, ακολουθεί το τελευταίο βήμα που είναι η ενοποίηση των δύο εταιρειών. Αυτό απαιτεί προγραμματισμό σε όλα τα μέτωπα - οικονομικά, οργανωτική δομή, ρόλους, ευθύνες, πολιτισμός κ.λπ. - και είναι μια συνεχής προσπάθεια που πρέπει να παρακολουθείται και να αξιολογείται συνεχώς για πολλούς μήνες ή ακόμη και χρόνια (Huconsultancy, 2011 & Γεωργόπουλος, 2015).

Στον πίνακα 1.1 που ακολουθεί παρουσιάζονται συνοπτικά όλα τα βήματα.

Πίνακας 1.1: Βήματα συγχωνεύσεων - εξαγορών

ΦΑΣΕΙΣ ΣΥΓΩΝΕΥΣΗΣ & ΕΞΑΟΓΟΡΑΣ	ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΟΥ MANAGEMENT
Φάση πριν την εξαγορά	<ul style="list-style-type: none"> • Προσδιορισμός της στρατηγικής της εξαγοράς • Εντοπισμός υποψήφιων στόχων με ισχυρή ανταγωνιστική ικανότητα (strategicfit) • Ανάλυση και αποτίμηση της στρατηγικής ικανότητας των υποψήφιων στόχων • Επιλογή του κατάλληλου υποψήφιου στόχου
Φάση κατά την εξαγορά	<ul style="list-style-type: none"> • Ανάπτυξη επαφών με τους managers και τους ιδιοκτήτες των υποψήφιων στόχων • Διαπραγματεύσεις με τους υποψήφιους στόχους • Συμφωνία ως προς το τίμημα της εξαγοράς • Δόμηση της συμφωνίας
Φάση μετά την εξαγορά	<ul style="list-style-type: none"> • Επιλογή της μορφής ενσωμάτωσης του στόχου εξαγοράς στο επιχειρηματικό περιβάλλον του αγοραστή • Καθορισμός της οργανωτική δομής του νέου σχήματος • Προσδιορισμός του νέου management • Διαχείριση πολιτισμικών , εργασιακών και άλλων διάφορων συγκρούσεων • Τελική αξιολόγηση της υλοποίησης του στρατηγικού στόχου εξαγοράς

Πηγή: Γεωργόπουλος Α.(2015), Αναδιοργάνωση Και Μάνατζμεντ Αλλαγών Στις Επιχειρήσεις

2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

2.1. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τους Θάνος και Παπαδάκη (2012) αναφορικά με τις μεθόδους αξιολόγησης της επιτυχίας ή αποτυχίας των συγχωνεύσεων – εξαγορών προκύπτουν επτά βασικές μεθοδολογίες:

- 1. Μέθοδος Βραχυπρόθεσμης Διακύμανσης Μετοχής.** Σε αυτήν την περίπτωση συγκρίνονται οι διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης μερικές ημέρες πριν και μετά τη συγχώνευση – εξαγορά. Το βασικό πλεονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι το αποτέλεσμα της αξιολόγησης βασίζεται στην τιμή της μετοχής, ενώ τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει είναι το ότι παρουσιάζει τις προσδοκίες των επενδυτών, αντί για την πραγματική απόδοση, μετρά μόνο ποσοτικά μεγέθη και μπορεί να εφαρμοστεί μόνο σε εισηγμένες επιχειρήσεις.
- 2. Μέθοδος Βραχυχρόνιας Χρηματοοικονομικής Απόδοσης.** Εδώ το αποτέλεσμα της αξιολόγησης προκύπτει από τη σύγκριση της απόδοσης της εταιρείας που δημιουργήθηκε από τη συγχώνευση – εξαγορά με τις σταθμισμένες αποδόσεις των αρχικών εταιρειών μέσω της ανάλυσης δεικτών μέτρησης απόδοσης, όπως είναι οι αποδόσεις επί του Ενεργητικού (Return on Assets – ROA) και των Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE). Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι μέσω αυτών των δεικτών εμφανίζονται οι οικονομικές επιδόσεις, αλλά και οι πιθανές συνέργειες. Από την άλλη, τα μειονεκτήματα της είναι η αξιολόγηση παλαιότερων οικονομικών επιδόσεων της εταιρείας, οι οποίες δεν είναι βέβαιο ότι θα επαναληφθούν και το γεγονός ότι τα αποτελέσματα επηρεάζονται από διαφορετικούς δείκτες και χρονικά διαστήματα.

Διάγραμμα 2.1: Μέθοδοι αξιολόγησης συγχωνεύσεων - εξαγορών



Πηγή: Thanos, I.C., and Papadakis, V. (2012) Unbundling acquisition performance: How do they perform and how can this be measured? In: Faulkner, D., Teerikangas, S. and Joseph, R.J. (eds.) Handbook of Mergers and Acquisitions. Oxford University Press

- 3. Μέθοδος Μακροχρόνιας Χρηματοοικονομικής Απόδοσης.** Η συγκεκριμένη μέθοδος παρουσιάζει τα ίδια μειονεκτήματα με αυτή της βραχυχρόνιας απόδοσης. Ωστόσο, παρέχει περισσότερες και πιο έγκυρες πληροφορίες, καθώς βασίζεται σε διαχρονικά αποτελέσματα και μετρά πραγματικές αποδόσεις.
- 4. Μέθοδος Αξιολογήσεων Στελεχών.** Σε αυτή την περίπτωση οι ερευνητές αξιολογούν το αποτέλεσμα ζητώντας από τα στελέχη που συμμετείχαν στη διαδικασία συγχώνευσης – εξαγοράς, να αξιολογήσουν οι ίδιοι το αποτέλεσμα. Αν και σε αυτή τη μέθοδο υπάρχει έντονα το στοιχείο της υποκειμενικότητας, εντοπίζονται πολλά από τα κίνητρα – ποιοτικά και ποσοτικά - που οδήγησαν σε αυτή την απόφαση.
- 5. Μέθοδος Αποεπένδυσης των εξαγοραζόμενων εταιρειών.** Η μέθοδος αυτή βασίζεται στο ποσοστό των εταιρειών που αποεπενδύονται. Όσο πιο μεγάλο το ποσοστό, τόσο πιο πιθανό είναι να αποτύχει η συγχώνευση – εξαγορά. Ωστόσο, το μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι αποδίδει την αποτυχία

μιας συγχώνευσης – εξαγοράς στην κακή απόδοση των εξαγοραζόμενων εταιρειών, ενώ θα μπορούσε να οφείλεται σε μια απλή αλλαγή στρατηγικής.

6. **Μέθοδος Επιτυχούς Ενσωμάτωσης.** Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η αξιολόγηση της συγχώνευσης – εξαγοράς προκύπτει από το βαθμό επιτυχούς ενοποίησης των εταιρειών που συμμετέχουν στη διαδικασία. Η ενοποίηση διακρίνεται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη είναι η λειτουργική ενοποίηση, η οποία αφορά τη μεταφορά πόρων, γνώσεων, ικανοτήτων και τη συσχέτιση λειτουργιών και συστημάτων. Η δεύτερη είναι η ενοποίηση ατόμων – κουλτούρας και αφορά την ομαλή ένταξη του προσωπικού στη νεοσύστατη εταιρεία, αλλά και το συνδυασμό της διαφορετικής κουλτούρας που μπορεί να χαρακτηρίζει τις δύο εταιρείες.
7. **Μέθοδος Καινοτομικότητας.** Η τελευταία μέθοδος βασίζεται στην εξέλιξη της καινοτομικότητας της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Μετρά τις ευρεσιτεχνίες που κατοχυρώνονται, την ποιότητα και το πόσες φορές αυτές χρησιμοποιήθηκαν. Ωστόσο, δεν αποτελεί μια έγκυρη μέθοδο, καθώς δεν είναι δυνατή η κατοχύρωση όλων των ευρεσιτεχνιών.

2.2. ΠΟΣΟΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με τους Κυριαζόπουλο και Πετρόπουλο (2010) οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των τραπεζών και γενικά όλων των επιχειρήσεων. Τα οικονομικά στελέχη που είναι υπεύθυνα θα πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογήσουν μια πιθανή συγχώνευση - εξαγορά και να συμμετάσχουν στην αξιολόγηση των αντίστοιχων εταιρειών που συμμετέχουν σε αυτήν. Ο πιο σημαντικός όρος που διαπραγματεύεται σε μια τέτοια συμφωνία είναι η τιμή που μια τράπεζα θα πληρώσει για την άλλη. Οι ποσοτικοί παράγοντες που επηρεάζουν τους όρους μιας τέτοιας συμφωνίας είναι:

- Τα τρέχοντα κέρδη
- Οι τρέχουσες τιμές αγοράς των μετοχών

- Οι λογιστικές αξίες
- Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης.

Είναι πιθανό, ωστόσο, να υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που δεν μπορούν να εκφραστούν ποσοτικά, οι οποίοι δημιουργούν συνθήκες συνέργειας σε τέτοιο βαθμό, που δικαιολογείται η υπερτίμηση της αποκτώσας εταιρείας.

Η τιμή ενός μεριδίου της εταιρείας αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη και μερίσματα και γι' αυτό οι τρέχουσες αξίες της αγοράς είναι προφανές ότι ασκούν ισχυρή επιρροή στους όρους των συγχωνεύσεων - εξαγορών. Είναι όμως πιθανό η τιμή στην οποία εξαγοράζεται μια επιχείρηση να είναι υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή αγοράς της, που έχει καθοριστεί στην αγορά πριν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης κυρίως για τους ακόλουθους λόγους:

1. Εάν ο τραπεζικός τομέας βρίσκεται σε ύφεση, οι μέτοχοι της τράπεζας είναι πιθανό να υπερβάλλουν στις εκτιμήσεις τους για τις δυσμενείς προοπτικές της τράπεζας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών της να διαμορφωθεί σε χαμηλό επίπεδο.
2. Ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να ενδιαφέρεται για τη συγκεκριμένη τράπεζα, λόγω της συνεισφοράς του στην τράπεζά του, οπότε δεν διστάζει να πληρώσει παραπάνω από την τιμή του χρηματιστηρίου.
3. Ο αγοραστής προσφέρει στους μετόχους τιμή υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή αγοράς ως κίνητρο για να πουλήσουν τις μετοχές τους.

2.3. ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Σύμφωνα με έρευνες περισσότερο από το 70% των συγχωνεύσεων – εξαγορών τείνουν να καταλήξουν σε αποτυχία, είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα. Ακόμα κι έπειτα από πλήρη καταγραφή του πλαισίου μέσα στο οποίο θα πραγματοποιηθούν όλα τα βήματα μεταβίβασης σε έναν ενιαίο οργανισμό δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που έχουν σαν αποτέλεσμα την αποτυχία (HRprofessional, 2013). Οι κυριότεροι λόγοι αποτυχίας μιας συγχώνευσης – εξαγοράς είναι οι εξής:

Διάγραμμα 2.2: Λόγοι αποτυχίας συγχωνεύσεων - εξαγορών

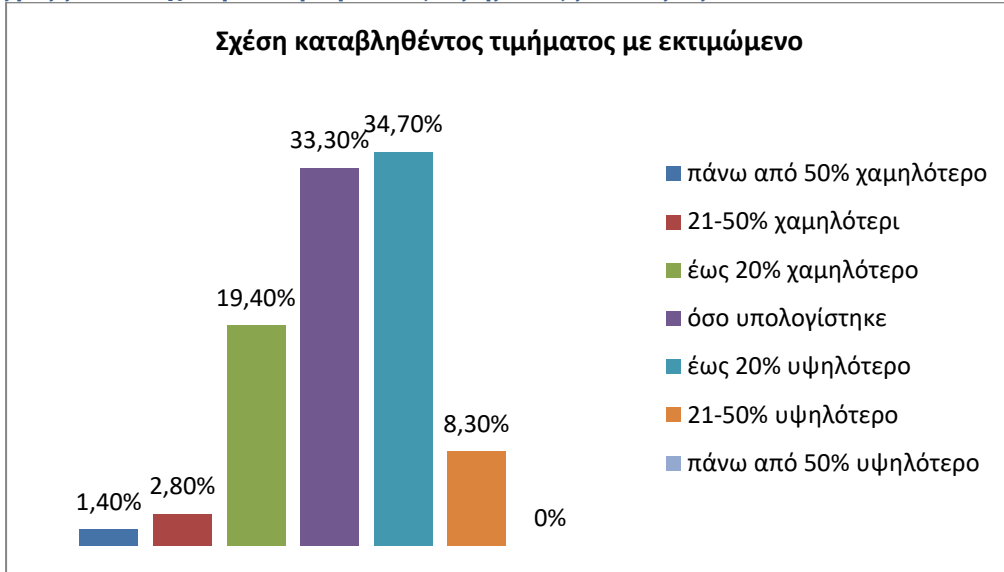


1. Υπερβολικό τίμημα

Αυτός είναι ίσως ο πιο κοινός λόγος για την αποτυχία των συγχωνεύσεων - εξαγορών. Οι περισσότερες ελκυστικές εταιρείες – στόχοι λειτουργούν υπό την προϋπόθεση ότι «όλα είναι προς πώληση στη σωστή τιμή». Ειδικά στις περιπτώσεις των εισηγμένων εταιρειών, όπου η μετοχή διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο, είναι πιθανό κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων η τιμή της να αυξηθεί με αποτέλεσμα η επιχείρηση – αγοραστής να καταβάλλει υψηλότερο αντίτιμο.

Σύμφωνα με τον Sirowen (1997) «αν μια επιχείρηση πληρώνει υψηλή υπεραξία για μια ευκαιριακή εξαγορά, πρέπει να γνωρίζει ότι κατά πάσα πιθανότητα δεν θα έχει επιτυχία. Δε θα αποπληρώσει το κόστος κεφαλαίου, διότι οι συνέργειες είναι δύσκολο να επιτευχθούν, ακόμα και με μια σωστή στρατηγική. Μόλις η επιχείρηση ξεπεράσει το 25%, τότε πραγματικά ρισκάρει». Ωστόσο, κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις πληρώνουν τιμήματα υψηλότερα από αυτά που είχαν εκτιμήσει.

Διάγραμμα 2.3: Σχέση καταβληθέντος τιμήματος με εκτιμώμενο



Πηγή: Παπαδάκης Β. (2002), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Ελληνική και Διεθνής εμπειρία

Όπως προκύπτει από το διάγραμμα 2.3, το 35% των επιχειρήσεων καταβάλει τίμημα που ξεπερνά τις αρχικές του εκτιμήσεις έως και 20%, το 10% τις ξεπερνά κατά 20-50%, ενώ μόνο το 20% των επιχειρήσεων καταβάλει μέχρι και 20% χαμηλότερο τίμημα από ότι υπολόγιζε. Είναι, λοιπόν, σημαντικό για τους αγοραστές να ορίσουν ένα όριο πριν ξεκινήσουν οι διαπραγματεύσεις και να τηρήσουν αυτό το όριο για να ελαχιστοποιήσουν τις πιθανότητες υπερβολικής πληρωμής και τη συσσώρευση χρέους.

2. Υπερεκτίμηση των συνεργιών

Με το όρο συνέργεια νοείται η μείωση του κόστους μέσω της επίτευξης οικονομιών κλίμακας και οικονομιών φάσματος. Η υπερεκτίμηση των συνεργιών συμβαδίζει με την υπερβολική πληρωμή μιας συναλλαγής. Η υπερεκτίμηση των συνεργιών που μπορεί να προκύψουν από μια συγχώνευση – εξαγορά είναι συχνά το πρώτο βήμα για την υπερβολική πληρωμή. Ενώ η ιδέα ότι πολλά κόστη θα παραμείνουν ίδια ή και θα μειωθούν μετά τη συνένωση δύο εταιρειών είναι δελεαστική, η επίτευξη της είναι πολύ πιο δύσκολη από όσο είναι διατεθειμένοι να παραδεχθούν οι περισσότεροι διευθυντές. Και οι συνέργειες εσόδων δεν είναι λιγότερο περίπλοκες να επιτευχθούν. Για αυτόν τον λόγο, η εταιρεία – αγοραστής θα πρέπει να εξετάσει πολύ προσεκτικά τόσο την εταιρεία – στόχο, όσο και τον κλάδο στον οποίο ανήκει.

3. Ανεπαρκής αξιολόγηση - έλεγχος

Πριν μια επιχείρηση προχωρήσει σε συγχώνευση – εξαγορά είναι απαραίτητο να έχει προηγηθεί μια ενδελεχής διαδικασία ελέγχου της εταιρείας – στόχου, προκειμένου να εντοπιστούν τα κόστη και τα οφέλη που θα προκύψουν. Αν και αυτή η διαδικασία είναι υψίστης σημασίας, δεν είναι λίγες οι φορές που στελέχη επιχειρήσεων βρέθηκαν προ εκπλήξεως ανακαλύπτοντας εκ των υστέρων λογιστικές ατασθαλίες που είχαν ως αποτέλεσμα την υπερεκτίμηση ωφελειών ή την υποεκτίμηση κόστους. Σύμφωνα με αναλυτές *«οφείλεις να είσαι δύο και τρεις φορές πιο προσεκτικός πριν πιστέψεις αυτά που βλέπεις στα χαρτιά. Συχνά οι ελεγκτικές εταιρείες δεν είναι ικανές να εντοπίσουν λογιστικές ατασθαλίες»* (Παπαδάκης, 2016).

4. Ρόλος διοικητικών στελεχών – Διοικητική αλαζονεία.

Σε προηγούμενη ενότητα παρουσιάστηκε η διοικητική αλαζονεία ως ένα από τα κίνητρα για την πραγματοποίηση συγχωνεύσεων – εξαγορών. Παράλληλα, αποτελεί και έναν από τους κύριους λόγους αποτυχίας της συγκεκριμένης διαδικασίας, ενώ σχετίζεται άμεσα με την καταβολή υψηλού τιμήματος για την απόκτηση της εταιρείας – στόχου. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η υπερβολική αυτοπεποίθηση σε σχέση με το κύρος που αποπνέει μια μεγαλύτερη επιχείρηση, τάσσουν τα διοικητικά στελέχη υπέρ των συγχωνεύσεων - εξαγορών ακόμα και όταν δεν υπάρχει προοπτική κέρδους μέσα από αυτή τη συνένωση. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά ο Sirowen (1997) *«Τα στελέχη της εταιρείας κάνουν «εξαγορές που καταστρέφουν την αξία» ως μια μορφή τυχερών παιχνιδιών που έχει στόχο την δική τους αυτοδιαφήμιση».*

5. Διαφορετική εταιρική κουλτούρα

Μια σημαντική πρόκληση που αντιμετωπίζουν τα στελέχη των συγχωνευμένων εταιρειών είναι η αντιμετώπιση της «σύγκρουσης» κουλτούρας μεταξύ των δύο εταιρειών. Ως εταιρική κουλτούρα νοείται ένα σύστημα κοινών αξιών, αρχών, παραδοχών, εννοιών, σημασιών που συνθέτουν ένα κοινό πλαίσιο αναφοράς, το

οποίο προσδιορίζει το πώς συμπεριφέρονται οι άνθρωποι/εργαζόμενοι σε μια επιχείρηση/οργανισμό τόσο μεταξύ τους και σε σχέση με τη Διεύθυνση όσο και με τους Πελάτες και άλλα Τρίτα Πρόσωπα (InBusinessnews, 2018). Αν και υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις που η διαφορετική κουλτούρα εταιρειών οδήγησε στη ματαίωση συμφωνιών - χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση συγχώνευσης ETE και ALPHA BANK, όπου υπήρξε διαφορά κουλτούρας μεταξύ της κρατικής ETE και της ιδιωτικής ALPHA BANK (Παπαδάκης, 2016) – δεν αντιμετωπίζεται σαν σημαντικός παράγοντας από τις εταιρείες με αποτέλεσμα την αποτυχία της συμφωνίας.

6. Εξωτερικοί παράγοντες

Οι εξωτερικοί παράγοντες, ονομάζονται και «εξωγενείς παράγοντες» ή απλά «κίνδυνοι», αναφέρονται σε ό, τι είναι εκτός του ελέγχου του διαχειριστή. Η καλύτερη προσέγγιση σε τέτοιες καταστάσεις είναι η προσπάθεια μείωσης περαιτέρω απωλειών, οι οποίες μπορεί να περιλαμβάνουν τον πλήρη τερματισμό της επιχείρησης ή τη λήψη παρόμοιων σκληρών αποφάσεων (DealRoom, 2021 & Investopedia, 2020). Το πιο χαρακτηριστικό, αλλά και πιο πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η πανδημία Covid – 19 που σάρωσε τον πλανήτη τα έτη 2020 - 2021. Παρά τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, η οικονομική κατάρρευση έχει προκαλέσει την αποδυνάμωση των μικρότερων τραπεζών που εισήλθαν στην πανδημία σε ασθενέστερη θέση από ότι οι ανταγωνιστές τους, διευρύνοντας τη διαφορά μεταξύ των λιγότερων υγιών τραπεζών και εκείνων που παρέμειναν σχετικά ισχυρές παρά τις σημαντικές απώλειες και τους χαμηλούς δείκτες κεφαλαίου. Το γεγονός αυτό θα αναγκάσει τους αδύναμους οργανισμούς να επανεξετάσουν τα χαρτοφυλάκιά τους και να προχωρήσουν σε πιθανή εκποίηση (Bain & Company, 2021).

2.4. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Όπως έχει γίνει αντιληπτό η διαδικασία μιας συγχώνευσης – εξαγοράς είναι αρκετά περίπλοκη. Στην συγκεκριμένη ενότητα παρουσιάζονται κάποιοι παράγοντες που μπορούν να εξασφαλίσουν, μέχρι το μέτρο που είναι δυνατό, την ομαλή μετάβαση στο νέο οργανισμό και κατά συνέπεια την επιτυχία μιας συγχώνευσης – εξαγοράς.

➤ **Όραμα – Στρατηγικός σχεδιασμός**

Σημαντικός παράγοντας για τη δημιουργία μιας επιτυχημένης συγχώνευσης – εξαγοράς είναι η ύπαρξη οράματος και στρατηγικού σχεδιασμού για τον νέο οργανισμό από την αρχή και με απόλυτη σαφήνεια. Ένα καλό «γιατί» είναι απαραίτητο συστατικό όλων των επιτυχημένων συναλλαγών καθώς χωρίς ένα καλό κίνητρο μια συναλλαγή είναι καταδικασμένη σε αποτυχία από την αρχή. Εξίσου σημαντική είναι και η ύπαρξη μιας κατευθυντήριας γραμμής μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας, η οποία θα πρέπει να κοινοποιηθεί άμεσα στους εργαζομένους και γενικά σε όσους επηρεάζονται από τη συμφωνία. Με αυτό τον τρόπο θα τους βοηθήσουν να αντιληφθούν το ρόλο τους στη νέα πραγματικότητα της επιχείρησης.

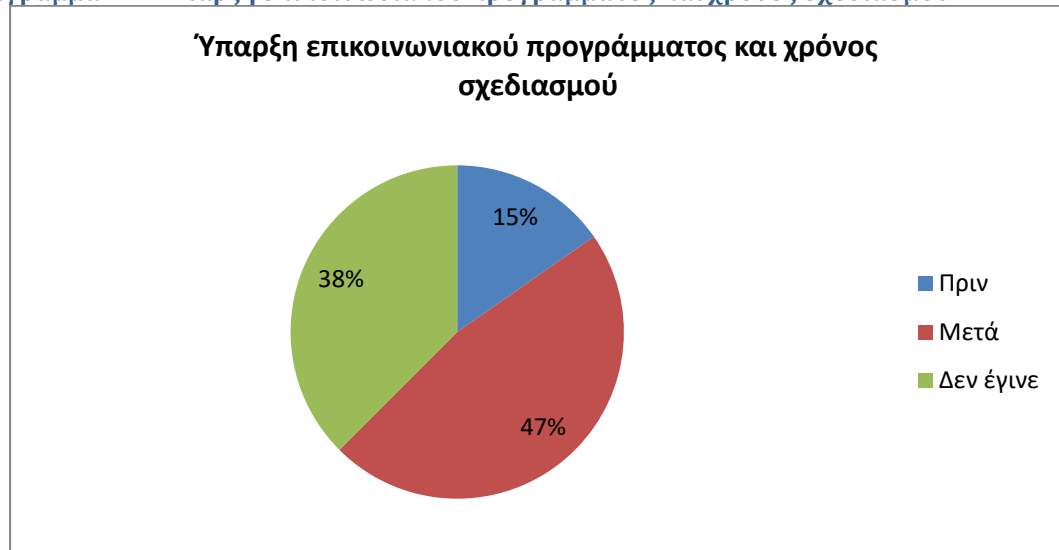
➤ **Επικοινωνία**

Ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες για την επίτευξη μιας επιτυχημένης συγχώνευσης – εξαγοράς είναι η εσωτερική επικοινωνία. Σύμφωνα με έρευνες, στις επιτυχημένες συγχωνεύσεις – εξαγορές τα ανώτατα στελέχη φαίνεται να μιλούν συστηματικά στους εργαζομένους και να τους ενημερώνουν για τα επόμενα βήματα της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο καταφέρνουν να καθησυχάσουν τους εργαζομένους και να ανακτήσουν την εμπιστοσύνη και την αφοσίωση τους. Επίσης, μέσω της επικοινωνίας εξασφαλίζεται η ομαλή συνεργασία, ενώ μειώνονται οι αντιδράσεις ακόμα και στην περίπτωση που τα νέα δεν είναι θετικά. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες

επιχειρήσεις παραδέχτηκαν εκ των υστέρων ότι δεν έδειξαν την απαιτούμενη προσοχή στον συγκεκριμένο παράγοντα.

Στο διάγραμμα 2.4 που ακολουθεί, εμφανίζονται τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας για την ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος σύμφωνα με την οποία το 37,5% των επιχειρήσεων δεν δημιουργεί κανένα επικοινωνιακό πρόγραμμα, το 47,2% δημιουργεί πρόγραμμα μετά τη συγχώνευση – εξαγορά, ενώ μόλις το 15,3% είχαν ολοκληρωμένο επικοινωνιακό πρόγραμμα πριν την εξαγγελία της συγχώνευσης – εξαγοράς.

Διάγραμμα 2.4: Ύπαρξη επικοινωνιακού προγράμματος και χρόνος σχεδιασμού



Πηγή: Παπαδάκης Β. (2002), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Ελληνική και Διεθνής εμπειρία

➤ Δημιουργία ηγετικής ομάδας

Η άμεση δημιουργία μιας ενιαίας, ισχυρής, ηγετικής ομάδας, συμβάλλει επίσης στην επιτυχία μιας συγχώνευσης - εξαγοράς. Όταν αυτή η κίνηση πραγματοποιηθεί έγκαιρα φαίνεται να έχει θετικό αντίκτυπο στα οικονομικά των επιχειρήσεων, ενώ σε αντίθετη περίπτωση επηρεάζει αρνητικά την αποδοχή των υφιστάμενων και την αίσθηση προσανατολισμού. Αξίζει να σημειωθεί ότι η επιλογή των κατάλληλων ανθρώπων που θα στελεχώσουν την ηγετική ομάδα του νέου οργανισμού, δεν επαρκεί εάν τα μέλη της δεν μοιράζονται κοινές αξίες και δεν επικοινωνούν την αλλαγή με ενιαίο τρόπο (HRprofessional, 2009).

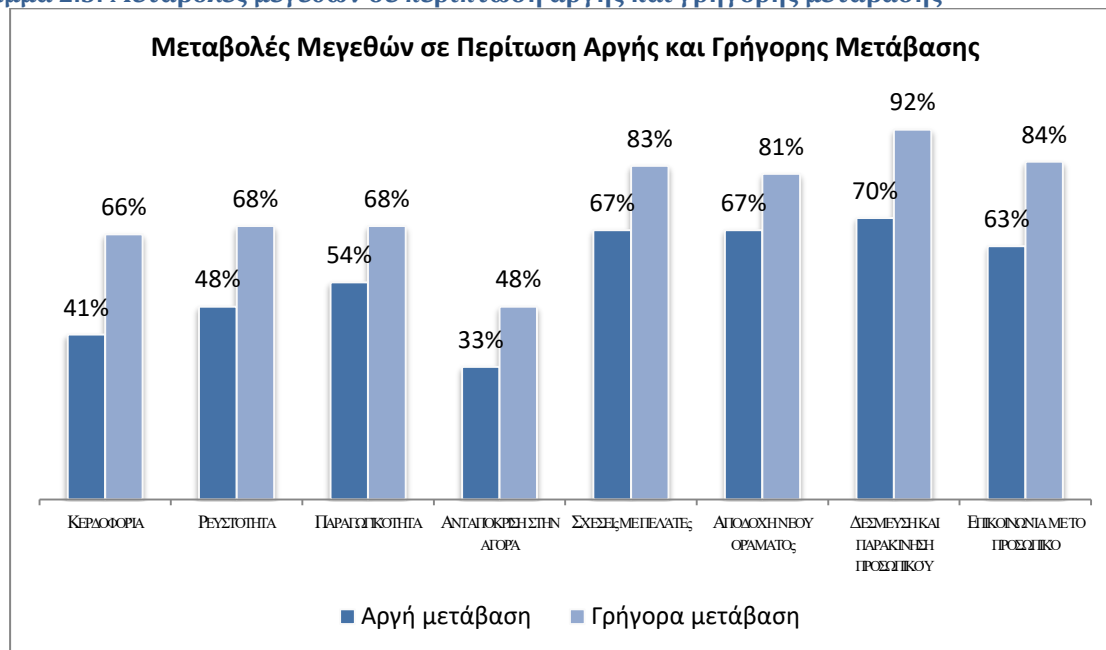
➤ Ταχύτητα ενοποίησης

Ίσως η πλέον σημαντική παράμετρος που εκφράζει το βαθμό επιτυχίας ή μη στη διαδικασία ενοποίησης των εταιριών μετά τη συγχώνευση είναι η παράμετρος «διάρκεια του χρόνου προσαρμογής». Όσο περισσότερο διαρκεί, τόσο αυξάνονται οι κίνδυνοι σε πέντε σημαντικά επίπεδα:

- Αύξηση κόστους κεφαλαίου. Όσο πιο πολύ καθυστερεί να λειτουργήσει η νεοσυσταθείσα εταιρεία, τόσο πιο πολύ θα καθυστερούν να αποδώσουν οι συνέργειες, έχοντας ως αποτέλεσμα τη μείωση της πραγματικής τους αξίας, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας.
- Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας. Το χρονικό διάστημα μέχρι την ολοκλήρωση μια συγχώνευσης – εξαγοράς αποτελεί για τους εργαζομένους μια περίοδο άγχους και αβεβαιότητας, τόσο για τις συνθήκες εργασίας όσο και για τη θέση τους. Έτσι η αποδοτικότητά τους μειώνεται, ενώ είναι πιθανό εργαζόμενοι – κλειδιά να αποχωρήσουν.
- Απώλεια προμηθευτών – πελατών. Περίοδο αβεβαιότητας αποτελεί, επίσης, για τους προμηθευτές και τους πελάτες οι οποίοι δεν ξέρουν αν θα συνεχιστεί η συνεργασία τους, και αν ναι υπό ποιους όρους.
- Κίνδυνος ενίσχυσης ανταγωνιστών. Οι ανταγωνιστές εκμεταλλευόμενοι το κλίμα αβεβαιότητας που επικρατεί, προσπαθούν να ενισχύσουν τη δική τους θέση στον κλάδο προσελκύοντας τους πελάτες, αλλά και τους προμηθευτές του ανταγωνιστή τους.
- Αβεβαιότητα των μετόχων. Αρνητικά επηρεάζονται και οι μέτοχοι, καθώς η καθυστέρηση της ενοποίησης υποδεικνύει αδυναμία της εξαγοράζουσας επιχείρησης να ενεργήσει σύμφωνα με το πρόγραμμα (Παπαδάκης Β, 2007).

Στο διάγραμμα 2.5 που ακολουθεί, απεικονίζονται οι μεταβολές στα χρηματοοικονομικά μεγέθη και σε άλλες πτυχές της επιχείρησης σε περίπτωση αργής και γρήγορης μετάβασης.

Διάγραμμα 2.5: Μεταβολές μεγεθών σε περίπτωση αργής και γρήγορης μετάβασης



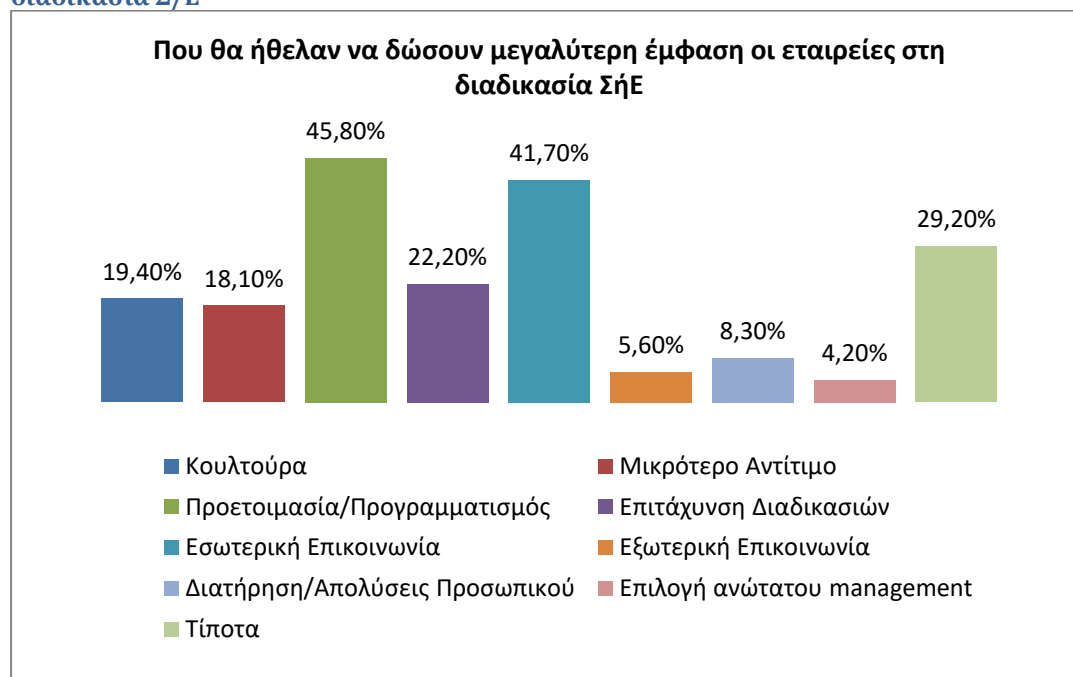
Πηγή: ‘‘ Στάχτη 7 στις 10 συγχωνεύσεις’’, Έθνος της Κυριακής, 27/05/2001 , σελ 16-17

➤ Έμφαση στην κουλτούρα

Όπως παρουσιάστηκε σε προηγούμενη ενότητα, η διαφορετική κουλτούρα αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους λόγους που μπορεί να αποτύχει μια συγχώνευση – εξαγορά. Η επίδραση της κουλτούρας παίζει καθοριστικό ρόλο για την ευημερία μιας επιχείρησης γι’ αυτό τα στελέχη της ανώτερης διοίκησης θα πρέπει να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή στο είδος της κουλτούρας που εδραιώνουν στην επιχείρηση. Στατιστικές έρευνες δείχνουν ότι η διαχείριση θεμάτων που άπτονται της εταιρικής κουλτούρας στις περισσότερες εξαγορές και συγχωνεύσεις αγνοούνται με αποτέλεσμα περισσότερο από το 90% των νέων εταιρικών σχημάτων να υφίστανται μια αργή και επώδυνη διάλυση. Στην πραγματικότητα, το 26% των συγχωνεύσεων έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να επιτύχουν εάν επικεντρωθούν στη διαχείριση των θεμάτων της κουλτούρας (Dealsadndeals, 2010).

Και αφού έχουν αναλυθεί οι παράγοντες που συμβάλλουν τόσο την επιτυχία, όσο και στην αποτυχία των συγχωνεύσεων – εξαγορών, στο διάγραμμα 2.6 που ακολουθεί παρουσιάζονται οι απαντήσεις επιχειρήσεων σχετικά με το που θα έδειχναν μεγαλύτερη προσοχή αν είχαν μια δεύτερη ευκαιρία.

Διάγραμμα 2.6: Που θα ήθελαν να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση οι εταιρείες στη διαδικασία Σ/Ε



Πηγή: Παπαδάκης Β.(2002), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, Ελληνική και Διεθνής εμπειρία

2.5. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

2.5.1. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΑ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Οι επιπτώσεις που έχουν οι συγχωνεύσεις – εξαγορές στα διευθυντικά στελέχη εξαρτάται από το κίνητρο που διέπει αυτές. Στην περίπτωση που το κίνητρο είναι πειθαρχικό, γεγονός που υποδηλώνει εχθρική διάθεση, ο βαθμός αλλαγής των διευθυντικών στελεχών θα είναι μεγάλος. Αντίθετα, αν το κίνητρο είναι η δημιουργία συνεργειών, η εξαγορά χαρακτηρίζεται ως φιλική και ο αριθμός αλλαγής θα είναι μικρότερος.

Ωστόσο, το μόνο σίγουρο αναφορικά με τους διευθυντές των επιχειρήσεων που εξαγοράζουν είναι ότι αναμένεται να υπάρξει αύξηση των κερδών τους μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης – εξαγοράς, ακόμα και αν η συγκεκριμένη κίνηση επιφέρει αρνητικές επιδόσεις για τους μετόχους τους. Το γεγονός αυτό ενισχύει τη θεωρία της αυτονόμησης των διοικητικών στελεχών από τα συμφέροντα των λοιπών

μετόχων, ενώ αποτελεί και έναν από τους βασικότερους λόγους αποτυχίας των συγχωνεύσεων – εξαγορών (Κυριαζής, 2007) .

2.5.2. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ

Στην περίπτωση των εργαζομένων οι επιπτώσεις τις περισσότερες φορές δεν είναι ευνοϊκές, καθώς η ανακοίνωση συγχώνευσης - εξαγοράς συνδέεται συχνά με την ανακοίνωση απώλειας θέσεων εργασίας, ανακατατάξεις προσωπικού κ.λπ. Το μέγεθος των αλλαγών εξαρτάται και εδώ από το κίνητρο της εξαγοράς. Αν η προσφορά είναι εχθρική, οι επιπτώσεις για τους εργαζομένους είναι πιο δυσμενείς από ότι οι επιπτώσεις μιας φιλικής προσφοράς, οπου μπορεί να υπάρξουν πιο ευνοϊκές ρυθμίσεις ή και διασφάλιση των περισσότερων θέσεων εργασίας.

Για τη σωστή καταγραφή των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων - εξαγορών στην απασχόληση, θα πρέπει, και αυτό είναι πολύ δύσκολο, να προβλεφθεί σωστά ο αριθμός των μελλοντικών απολύσεων στην περίπτωση που δεν ολοκληρωνόταν η συμφωνία. Αν η επιχείρηση – στόχος αντιμετώπιζε προβλήματα αποτελεσματικότητας, που πιθανότατα θα την οδηγούσαν σε εκκαθάριση, η μείωση προσωπικού λόγω μιας συγχώνευσης – εξαγοράς θα είναι σαφώς μικρότερη.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί, ότι μαζί με τις επιπτώσεις που προαναφέρθηκαν, έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι κατά την περίοδο μετά τη συγχώνευση – εξαγορά παρατηρείται βελτίωση της αποτελεσματικότητας και αύξηση της παραγωγικότητας, τόσο στους εργαζομένους όσο και στα διευθυντικά στελέχη (Κυριαζής, 2007).

2.5.3. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ

Όπως προαναφέρθηκε, στόχος των συγχωνεύσεων - εξαγορών είναι η μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών. Ωστόσο αυτή η πρόθεση δεν οδηγεί πάντα σε μεγιστοποίηση της αξίας της νέας τράπεζας που θα προκύψει. Αν η συνάρτηση χρησιμότητας της διοίκησης της εξαγοράζουσας τράπεζας είναι αύξουσα ως προς το μέγεθος της τράπεζας, είναι η πιθανό η εν λόγω διοίκηση να προχωρήσει σε μια συγχώνευση – εξαγορά, ώστε να μεγιστοποιήσει μόνο το προσωπικό της όφελος, αγνοώντας το ύψος

τους τιμήματος, το οποίο μπορεί να είναι πολύ μεγαλύτερο από την αξία της εξαγοραζόμενης τράπεζας. Ανάλογη είναι και η περίπτωση της διοικητικής αλαζονείας που αναλύθηκε σε προηγούμενη ενότητα.

Με βάση λοιπόν τις δύο παραπάνω υποθέσεις, έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι της εταιρείας – αγοραστή θα επιβαρυνθούν με ένα επιπρόσθετο ποσό, χωρίς να είναι σίγουρο ότι θα υπάρξουν θετικές αποδόσεις, ενώ οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου μπορούν να επωφεληθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα από την καταβολή ενός υψηλότερου τιμήματος από τον υποψήφιο αγοραστή (Τράπεζα της Ελλάδος, 2005).

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί, ότι μόλις ανακοινώνονται τα σχέδια για επικείμενες συγχωνεύσεις – εξαγορές παρατηρείται μια έντονη αύξηση στις τιμές των μετοχών των συμβαλλόμενων εταιρειών. Ωστόσο, μόλις η διαδικασία προχωρήσει και αρχίσει να λαμβάνει «σάρκα και οστά», τότε εμφανίζονται εκείνα τα προβλήματα τα οποία αρχικώς είχαν υποτιμηθεί, είτε ηθελημένα είτε αθέλητα, από τις διοικήσεις των συμβαλλομένων επιχειρήσεων, με τις αντίστοιχες αρνητικές επιπτώσεις στους μετόχους (Το βήμα, 2008).

2.6 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Στις συγχωνεύσεις – εξαγορές υπάρχουν αμυντικοί μηχανισμοί, οι οποίοι εφαρμόζονται από τα διευθυντικά στελέχη της εκάστοτε εταιρείας – στόχου, με σκοπό την αποφυγή μιας συνένωσης. Αυτό συμβαίνει είτε γιατί πιστεύουν ότι η προσφορά υποτιμά την εταιρεία είτε γιατί τα οφέλη της δεν υπερτερούν των πλεονεκτημάτων της λειτουργίας ως αυτόνομης επιχείρησης. Γενικά, οι αμυντικοί μηχανισμοί μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες:

- **Μηχανισμοί άμυνας πριν την προσφορά (pre-offer defense mechanisms)**
- **Μηχανισμοί άμυνας μετά την προσφορά (post-offer defense mechanisms)**

Η άμυνα πριν από την προσφορά (pre-offer defense) είναι μια προληπτική στρατηγική. Χρησιμοποιείται κυρίως για να καταστήσει τις μετοχές της εταιρείας λιγότερο ελκυστικές για έναν δυνητικό πλειοδότη (π.χ., να αυξήσει το συνολικό κόστος απόκτησης) ή να θέσει περιορισμούς στην εταιρική διακυβέρνηση για να

περιορίσει τα οφέλη για τον δυνητικό πλειοδότη και περιλαμβάνει τις ακόλουθες στρατηγικές (Corporate Financial Institute, 2021):

1. Σχέδιο δικαιωμάτων των μετόχων (Poison pill)

Το σχέδιο δικαιωμάτων των μετόχων ιδρύθηκε ως μηχανισμός το 1982 και αποτελεί την πιο επιτυχημένη αμυντική στρατηγική κατά των εχθρικών εξαγορών.

Εφαρμόζεται σε περίπτωση εξαγοράς ποσοστού μεγαλύτερου ενός συγκεκριμένου ορίου και δίνει στους υφιστάμενους μετόχους το δικαίωμα αγοράς μετοχών είτε της εταιρείας – στόχου, είτε της συγχωνευμένης, σε σημαντικά μειωμένη τιμή. Εάν ασκηθούν, αυτά τα δικαιώματα μπορούν να αμβλύνουν σημαντικά το μερίδιο του αποκτώντος στον στόχο και έτσι να αποτρέψουν την εξαγορά.

Αξίζει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι αυτή η στρατηγική μπορεί να αμβλύνει τις αξίες των μετοχών και οι υφιστάμενοι μέτοχοι να αναγκαστούν να αγοράσουν περισσότερες μετοχές για να διατηρήσουν την ίδια ιδιοκτησία. Επίσης, οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές ενδέχεται να αποφεύγουν τις σημαντικές επενδύσεις εάν η εταιρεία διαθέτει σφιχτή και σκληρή άμυνα. Τέλος, σε ορισμένες περιπτώσεις, μια εχθρική εξαγορά που μπορεί τελικά να βελτιώσει την εταιρεία με την εκδίωξη ανεπαρκών διευθυντικών στελεχών τελικά αποτρέπεται λόγω αυτού του τύπου άμυνας.

2. Χρυσά αλεξίπτωτα (Golden parachutes)

Τα χρυσά αλεξίπτωτα αποτελούν συμβόλαια που εξασφαλίζουν πρόσθετες αποζημιώσεις για την ανώτατη διοίκηση του στόχου σε περίπτωση τερματισμού της απασχόλησής τους μετά από μια συγχώνευση – εξαγορά. Οι τεράστιες απολαβές των διοικητικών στελεχών αυξάνουν το συνολικό κόστος απόκτησης για τον αγοραστή, γεγονός που αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα για την ολοκλήρωση της συμφωνίας.

3. Τμηματοποίηση διοικητικού συμβουλίου (Staggered board)

Στη συγκεκριμένη περίπτωση υπάρχει ένα κλιμακωτό διοικητικό συμβούλιο στο οποίο μόνο ένας ορισμένος αριθμός διευθυντών, συνήθως το ένα τρίτο, επανεκλέγεται ετησίως. Αυτό σημαίνει ότι μόνο το ένα τρίτο της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να ανατραπεί σε κάθε δεδομένο έτος, δημιουργώντας έτσι τρομερό εμπόδιο για οποιονδήποτε πλειοδότη να αποκτήσει τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου, καθώς απαιτείται πολύ περισσότερος χρόνος σε σχέση με ένα μη κλιμακωτό συμβούλιο που θα μπορούσε να αποσπαστεί άμεσα.

4. Τροποποίηση εταιρικού χάρτη (Shark repellent)

Σύμφωνα με αυτή τη στρατηγική, μια εταιρεία μπορεί να προχωρήσει σε ειδικές τροποποιήσεις στον χάρτη ή στους κανονισμούς της με στόχο να καταστήσει δυσκολότερη την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης – εξαγοράς. Μπορεί, για παράδειγμα, να εισάγει μια τροποποίηση που να δηλώνει ότι μια συγχώνευση - εξαγορά μπορεί να εγκριθεί μόνο από το διοικητικό συμβούλιο εάν ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των μετόχων της (συνήθως 70% έως 90%) το υπερψηφίσει, αντικαθιστώντας έτσι τη συνήθη διάταξη απλής πλειοψηφίας που απαιτεί μόνο την έγκριση πάνω από το 50% των μετόχων .

Στην συνέχεια αναλύονται μερικοί από τους πιο βασικούς μηχανισμούς άμυνας που θα εφαρμόσει η εταιρεία – στόχος μετά την προσφορά (post-offer defense mechanism):

1. Πράσινος εκβιασμός (Greenmail)

Βάση αυτής της στρατηγικής η εταιρεία-στόχος αγοράζει μετοχές της από έναν υποψήφιο αγοραστή που έχει ήδη αποκτήσει σημαντικό αριθμό μετοχών για την επιδίωξη μιας εχθρικής εξαγοράς. Ο όρος «greenmail» προέρχεται από τις λέξεις «greenbacks» (δολάρια) και «blackmail» (εκβιασμός). Αποτελεί μια δαπανηρή στρατηγική άμυνας, καθώς η εταιρεία - στόχος αναγκάζεται να πληρώσει ένα σημαντικό ασφάλιστρο έναντι της τρέχουσας αγοραίας τιμής για να επαναγοράσει τις μετοχές της. Αν και αυτή η στρατηγική είναι νόμιμη, χαρακτηρίζεται ως

«εκβιασμός» της εταιρείας - στόχου, καθώς ο μόνος λόγος που η εταιρεία - στόχος προχωρά στην επαναγορά των μετοχών της είναι για να αποτρέψει την ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς.

2. Λευκός ιππότης (White knight)

Η άμυνα του λευκού ιππότη γενικά αποτελεί μια στρατηγική έσχατης λύσης. Η εταιρεία – στόχος αποδέχεται το γεγονός της ανάληψης της, αλλά προσπαθεί να επιτύχει μια φιλική εξαγορά, υποβάλλοντας καλύτερη προσφορά στον στρατηγικό της εταίρο (λευκός ιππότης), παρά να προχωρήσει σε μια εχθρική εξαγορά.

Μια ελαφρώς διαφορετική προσέγγιση είναι όταν το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να πουλήσει βασικά περιουσιακά στοιχεία σε έναν φιλικό αγοραστή προκειμένου να καταστήσει την εταιρεία λιγότερο ελκυστική για τον πλειοδότη.

3. Πολύτιμα περιουσιακά στοιχεία (Crown jewel)

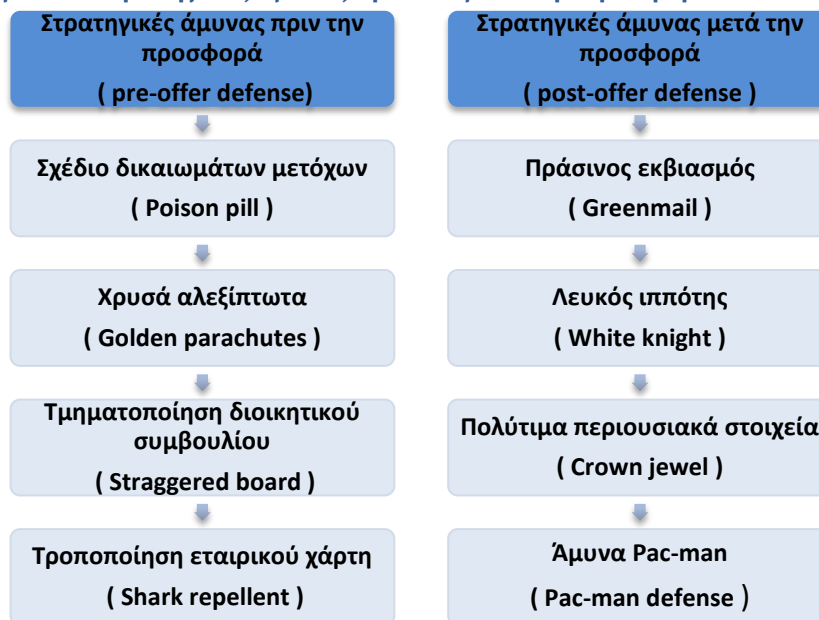
Η συγκεκριμένη στρατηγική άμυνας περιλαμβάνει την πώληση της θυγατρικής ή το περιουσιακό στοιχείο που ήταν ο κύριος λόγος πίσω από την προσφορά του αγοραστή σε τρίτους. Ο κύριος στόχος αυτής της στρατηγικής είναι να καταστήσει την εταιρεία - στόχο λιγότερο ελκυστική για την επιχείρηση – αγοραστή. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί, ότι μετά την πώληση των περιουσιακών στοιχείων η εταιρεία μπορεί να αποτελέσει ξανά στόχο από κάποιον άλλο επενδυτή, εξαιτίας των μεγάλων χρηματικών διαθεσίμων που συγκεντρώνονται.

4. Άμυνα Pac-Man (Pac-Man Defense)

Η άμυνα Pac-Man χρησιμοποιείται από μια εταιρεία - στόχο σε μια εχθρική κατάσταση εξαγοράς, με την πρώτη να προσπαθεί να εξαγοράσει την εταιρεία που έχει κάνει την εχθρική απόπειρα εξαγοράς. Φυσικά, μια τέτοια στρατηγική μπορεί να εφαρμοστεί μόνο εάν η εταιρεία - στόχος έχει αρκετούς οικονομικούς πόρους για να αγοράσει τον απαιτούμενο αριθμό μετοχών του υποψήφιου αγοραστή. Ο αγοραστής,

βλέποντας τον έλεγχο της δικής του εταιρείας να απειλείται, συχνά θα σταματήσει την προσπάθεια εξαγοράς του στόχου (Investment Bank, 2021 & Veristrat, 2019).

Διάγραμμα 2.7: Στρατηγικές άμυνας πριν και μετά την προσφορά



Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι η διοίκηση μιας εταιρείας μπορεί να υιοθετήσει πολλές στρατηγικές για την υπεράσπιση μιας εχθρικής εξαγοράς. Η χρήση του κατάλληλου αμυντικού μηχανισμού σε σχέση με την κατάσταση της εταιρείας είναι σημαντική και μπορεί να επηρεάσει σημαντικά το αποτέλεσμα επιδιωκόμενης συγχώνευσης – εξαγοράς.

3. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το 1828 σηματοδοτεί την αρχή της ιστορίας του σύγχρονου ελληνικού συστήματος. Το έτος αυτό ιδρύεται η Εθνική Χρηματοδοτική Τράπεζα, η οποία είχε ως στόχο την ενίσχυση της σχεδόν ανύπαρκτης (τη στιγμή εκείνη) οικονομία της χώρας. Το 1834 όμως η λειτουργία της παύει, καθώς δεν κατάφερε να εμπνεύσει εμπιστοσύνη.

Στις 30 Μαρτίου 1841 ιδρύθηκε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος με κεφάλαιο 500.00 δραχμές και της δόθηκε το εκδοτικό προνόμιο οποίο διατήρησε μέχρι το 1928. Την ίδια χρονιά ιδρύθηκε η Τράπεζα της Ελλάδος μετά από συμφωνία με την Κοινωνία των Εθνών, η οποία δέχθηκε να αναλάβει την εγγύηση δανείου 900.00 λιρών με τον όρο όμως η Εθνική Τράπεζα να έχει μόνο το δικαίωμα έκδοσης τραπεζογραμματίων ή να ιδρυθεί μια ειδική τράπεζα που θα έχει το εκδοτικό προνόμιο. Μεταξύ των δύο επιλογών, αποφασίστηκε η ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία θα είχε το μονοπώλιο της έκδοσης τραπεζογραμματίων.

Άλλες τράπεζες που ιδρύθηκαν και λειτούργησαν εκείνη την περίοδο είναι η Ιονική Τράπεζα στα Ιόνια νησιά το 1839. Η τράπεζα είχε και το εκδοτικό προνόμιο, το οποίο παραχωρήθηκε στην Εθνική Τράπεζα το 1920. Το 1882 ιδρύθηκε η Προνομιούχος τράπεζα Ηπειροθεσσαλίας, η οποία συγχωνεύτηκε με την Εθνική το 1899, ενώ ακολούθησε η Τράπεζα Κρήτης το 1899, η οποία συγχωνεύτηκε με την Εθνική το 1919 και συστάθηκε εκ νέου αργότερα.

Στην Ελλάδα μέχρι και το 1997 λειτουργούσαν 49 πιστωτικά ιδρύματα, τα περισσότερα εκ των οποίων κατείχαν ένα ποσοστό της αγοράς μικρότερο του 1% και ήταν τα εξής: η Τράπεζα της Ελλάδος, 21 Ελληνικές εμπορικές τράπεζες (9 δημόσιες – 12 ιδιωτικές) και 21 υποκαταστήματα ξένων τραπεζών (13 από την Ευρωπαϊκή Ένωση και 8 από άλλες χώρες. Τέλος, υπήρχαν 2 στεγαστικές τράπεζες, 2 επενδυτικές και το ταχυδρομικό ταμειούχο.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρουσίαζε υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, αν και ο αριθμός των τραπεζών ήταν σχετικά μικρός. Έτσι, το 1997 οι τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες (Εθνική, Εμπορική, Αγροτική και Alpha Τράπεζα Πίστεως) κατείχαν το 57,31% του ενεργητικού, το 54,63% των χορηγήσεων και το 61,49% των συνολικών καταθέσεων. Λαμβάνοντας υπόψη ότι το 1985 οι τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες έλεγχαν το σχεδόν το 90% των χορηγήσεων και το 84% των καταθέσεων, γίνεται κατανοητό ότι η αγορά παρουσίαζε πολύ υψηλά επίπεδα ανταγωνισμού. Ωστόσο, το φαινόμενο αυτό ήταν ευρωπαϊκό, καθώς οι πέντε μεγάλες τράπεζες έλεγχαν: στην Ολλανδία το 84%, στο Βέλγιο το 55%, στη Γαλλία το 45%, στην Ιταλία το 43% και στην Ισπανία το 42% (Νούλας, 2019).

3.2. ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

3.2.1. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1996 – 2007

Μέχρι το 1980 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν υπό τον έλεγχο της κρατικής εξουσίας και χαρακτηριζόταν από έλλειψη ανταγωνισμού και αποτελεσματικότητας. Ωστόσο από τα τέλη της δεκαετίας του '90, η χρηματιστηριακή έκρηξη και η βελτίωση των οικονομικών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας ανάγκασαν το τραπεζικό σύστημα να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα. Έτσι, το 1996 εμφανίστηκαν οι πρώτες δραστηριότητες συγχωνεύσεων – εξαγορών, οι οποίες συνοψίζονται ως εξής:

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

- Το 1998 απορρόφησε την Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος, αφού προηγήθηκε η συγχώνευση της με την Εθνική Στεγαστική Τράπεζα το 1997.
- Συγχώνευσε τέσσερις ασφαλιστικές εταιρείες (Εθνική Ασφαλιστική, Αστήρ, ΕΤΕ – ΒΑ, Ασφαλιστική Πανελλήνιο) σε μια προσπάθεια του Ομίλου της Εθνικής με σκοπό την αποτελεσματικότερη λειτουργία.
- Συγχώνευσε την Εθνική Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου με την Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.
- Το 2003 εξαγόρασε ποσοστό 81,7% της Banca Romaneasca (Ρουμανία).

Η Εμπορική Τράπεζα

- Τον Ιούνιο του 2000 η Εμπορική Τράπεζα σύναψε συμφωνία στρατηγικής συνεργασίας με τον διεθνή χρηματοοικονομικό όμιλο της Crédit Agricole, που απέκτησε αρχικά το 6,7% του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής, ενώ στη συνέχεια κατείχε το 100%.
- Το 2004 εγκρίθηκε η συγχώνευση της εμπορικής με τις θυγατρικές της εταιρείας του χρηματοπιστωτικού τομέα, στην οποία περιλαμβάνεται και η Τράπεζα Επενδύσεων.

Η Alpha Τράπεζα Πίστεως

- Εξαγόρασε την Ιονική Τράπεζα (εγκρίθηκε το 1999).
- Εξαγόρασε την Lombart Natwest στην Κύπρο (εγκρίθηκε το 1998).
- Εξαγόρασε την Kreditna, τράπεζα στον Σκοπίων.
- Ίδρυσε την Alpha Ασφαλιστική συγχωνεύοντας την Εμπορική Ασφαλιστική με την Ελληνοβρετανική.

Η Τράπεζα Πειραιώς

- Εξαγόρασε την Τράπεζα Μακεδονίας Θράκης (εγκρίθηκε το 1998).
- Εξαγόρασε το ενεργητικό της Credit Lyonnais και τη μετονόμασε σε Prime Bank (εγκρίθηκε το 1998).
- Εξαγόρασε την Τράπεζα Χίου (εγκρίθηκε το 1999).
- Εξαγόρασε τη National Westminster Bank (εγκρίθηκε το 1999).
- Εξαγόρασε τη Marathon National Bank στη Νέα Υόρκη (εγκρίθηκε το 1998).
- Εγκρίνεται η απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Τράπεζας «Interbank of New York » (ΗΠΑ) το 2003.
- Εξαγόρασε την ETBA το 2003.

E.F.G Eurobank

- Εξαγόρασε τις Τράπεζες Interbank (1996), Αθηνών (1998), Κρήτης (1998), Εργασίας (1999).
- Το 1997 εξαγόρασε το δίκτυο της Credit Lyonnais .
- Το 1998 εξαγόρασε την Post Bank στη Βουλγαρία.
- Έχει στρατηγικό σύνεταιρο την Deutsche Bank, η οποία εξαγόρασε ποσοστό 10% της Eurobank.
- Το 2003 απορρόφησε την Unit Bank στην Ελλάδα.

Εγνατία Τράπεζα

- Εξαγόρασε την Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος (εγκρίθηκε το 1998).
- Εξαγόρασε την Κερδώος Ερμής AXE.

Τέλος, η **Telesis Bank** απέκτησε τη Δωρική Τράπεζα το 1999 (Νούλας, 2019).

Στον πίνακα 3.1 συνοψίζονται οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα κατά την περίοδο 1996-2007.

Πίνακας 3.1: Συγχωνεύσεις και εξαγορές περιόδου 1996 - 2007

Έτος	Αγοραστής	Συγχωνευθείσα
1996	EFG Eurobank	Interbank
1997	Εθνική Κτηματική Τράπεζα	Εθνική Στεγαστική Τράπεζα
1997	Τράπεζα Πειραιώς	Ελληνικό δίκτυο Chase Manhattan
1998	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	Εθνική Κτηματική Τράπεζα*
1998	EFG Eurobank	Τράπεζα Κρήτης*
1998	EFG Eurobank	Τράπεζα Αθηνών
1998	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Μακεδονίας Θράκης*
1998	Τράπεζα Πειραιώς	Credit Lyonnais**
1998	Τράπεζα Πειραιώς	Χίος Bank
1998	Εγνατία Τράπεζα	Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος*
1999	Alpha Τράπεζα Πίστewος	Ιονική Τράπεζα*
1999	EFG Eurobank	Τράπεζα Εργασίας
1999	Deutsche Bank	10% της EFG Eurobank
1999	Telesis AXE	Δωρική Τράπεζα
2000	Credit Agricole	6,7% της Εμπορικής Τράπεζας
2000	BCB	50% της Nova Bank
2001	EFG Eurobank	Telesis Τράπεζα Επενδύσεων
2002	Τράπεζα Πειραιώς	ETBA
2002	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	ETEBA
2003	EFG Eurobank	UnitBank
2003	Τράπεζα Πειραιώς	ETBA*

2004	Εμπορική Τράπεζα	Τράπεζα Επενδύσεων
2005	Marfin Bank	10% της Εγνατίας Τράπεζας
2006-2007	Marfin Popular Bank	Marfin Bank , Εγνατία Τράπεζα , Λαϊκή Τράπεζα

*Τράπεζες υπό κρατικό έλεγχο

**Το όνομα έχει αλλάξει σε Πειραιώς Prime Bank

Πηγή: Νούλας Γ. Αθανάσιος (2019), Χρήμα και Τράπεζες, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΖΙΟΛΑ

3.2.2. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Οι κυριότερες αλλαγές στο τραπεζικό σύστημα επήλθαν με την οικονομική κρίση και κυρίως από το 2012 και μετά. Οι καταθέσεις και οι τραπεζικές χορηγήσεις μειώθηκαν αρκετά και καταγράφηκαν μεγάλες ζημιές αναγκάζοντας τις τράπεζες να στραφούν προς την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για να καλύψουν τα προβλήματα ρευστότητας. Αυτή την περίοδο, λοιπόν, πραγματοποιήθηκαν αμυντικές συγχωνεύσεις με στόχο την εξυγίανση και την επιβίωση των τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι πιο εμβληματικές εξελίξεις ήταν η εφαρμογή μέτρων εξυγίανσης που οδήγησαν στη μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της Αγροτικής Τράπεζας στην Τράπεζα Πειραιώς και οι εξαγορές της Γενικής Τράπεζας από την Τράπεζα Πειραιώς και της Εμπορικής Τράπεζας από την Alpha Bank. Με αυτόν τον τρόπο, δημιουργήθηκαν οι τέσσερις πυλώνες του τραπεζικού συστήματος (Εθνική, Eurobank, Alpha Bank και Πειραιώς), των οποίων η κεφαλαιακή επάρκεια ενισχύθηκε από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι το τραπεζικό σύστημα που δημιουργήθηκε αποτελεί ένα από τα πιο συγκεντρωτικά συστήματα στην Ευρώπη και τον κόσμο (Lawyer Magazine, 2021).

Στον πίνακα 3.2 αποτυπώνονται οι συγχωνεύσεις – εξαγορές των τραπεζικών ιδρυμάτων την περίοδο 2012 – 2013.

Πίνακας 3.2: Συγχωνεύσεις και εξαγορές περιόδου 2012-2013

Έτος		
2012	Η Τράπεζα Πειραιώς απορροφά:	ΑΤΕ,

		Geniki Bank
2012	Η ΕΤΕ απορροφά:	Τις Συνεταιριστικές Τράπεζες Αχαΐας, Λαμίας και Λέσβου - Λήμνου
2013	Η Τράπεζα Πειραιώς απορροφά:	Millenium Bank, Τράπεζα Κύπρου CPB, Ελληνική
2013	Η Alpha απορροφά:	Εμπορική και τις Συνεταιριστικές Ευβοίας, Δωδεκανήσου, Δυτικής Μακεδονίας
2013	Η Eurobank απορροφά:	Νέο ΤΤ Νέα Proton
2013	Η ΕΤΕ απορροφά:	FBB & Probank

Πηγή: Νούλας Γ. Αθανάσιος (2019), Χρήμα και Τράπεζες, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΖΙΟΛΑ

3.3. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Σύμφωνα με το νόμο 2515/1997, ο οποίος ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αυτές πρέπει να εγκριθούν από την Τράπεζα της Ελλάδος και στη συνέχεια από το Υπουργείο Ανάπτυξης, σύμφωνα και με τις διατάξεις της νομοθεσίας περί ανωνύμων εταιρειών. Η Τράπεζα της Ελλάδος δύναται να απορρίψει μια συγχώνευση – εξαγορά αν θεωρήσει ότι υπάρχει ανεπαρκής οργάνωση από άποψη διοικητική, λογιστική ή ελεγκτική ή ότι δεν τηρούνται οι αρχές και οι κανόνες σχετικά με την εποπτεία, τη συγκέντρωση κινδύνων και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών (Lawyer Magazine, 2021).

3.4. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ (ΕΚΤ)

Ο ρόλος της Τραπεζικής Εποπτείας της ΕΚΤ στην ενοποίηση τραπεζών εξαρτάται από το είδος της πράξης που επιλέγει η τράπεζα. Η ΕΚΤ έχει επίσημο ρόλο αν η πράξη αφορά την απόκτηση ειδικής συμμετοχής ή τη δημιουργία νέας τράπεζας, ή αν η συγχώνευση αφορά σημαντικές τράπεζες και η νομοθεσία της χώρας στην οποία είναι εγκατεστημένες αναθέτει την εξουσία έγκρισης συγχωνεύσεων στην εποπτική αρχή. Σκοπός της ΕΚΤ τράπεζας είναι να διασφαλίσει τη διαρκή συμμόρφωση του οργανισμού που θα προκύψει από μια συγχώνευση - εξαγορά με το σύνολο των

απαιτήσεων και των κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας, εξετάζοντας το επιχειρηματικό σχέδιο, τις προβολές του εν λόγω σχεδίου και την αξιοπιστία του νέου οργανισμού. Ως εποπτική αρχή, είναι υποχρεωμένη να διατηρεί ουδέτερη στάση και να αξιολογεί από καθαρά τεχνική σκοπιά κάθε σχέδιο που υποβάλλουν οι τράπεζες.

Όσο αφορά τις συγχωνεύσεις, ο ρόλος της ΕΚΤ εξαρτάται από τη νομοθεσία της χώρας ή των χωρών στις οποίες βρίσκεται η έδρα των τραπεζών που συγχωνεύονται. Ο λόγος είναι ότι οι συγχωνεύσεις διέπονται από την εθνική νομοθεσία και όχι από την ευρωπαϊκή. Εάν η νομοθεσία της χώρας εκχωρεί εξουσίες στην εθνική εποπτική αρχή για αυτό το ζήτημα, η ΕΚΤ ασκεί αυτές τις εξουσίες όταν πρόκειται για συγχωνεύσεις σημαντικών τραπεζών που υπόκεινται στην άμεση εποπτεία της.

Στην Ελλάδα, η εθνική εποπτική αρχή διαθέτει εξουσία έγκρισης συγχωνεύσεων ή συμμετέχει στη διαδικασία έγκρισης. Κατά συνέπεια, εάν δύο ή περισσότερες σημαντικές τράπεζες αποφασίσουν να συγχωνευθούν, το Εποπτικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θα αξιολογήσει αφενός τον αντίκτυπο της συγχώνευσης στην κερδοφορία, τη φερεγγυότητα, τη ρευστότητα και την οργανωτική δομή της τράπεζας που θα προκύψει και αφετέρου την τεχνική ικανότητά της να συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις διακυβέρνησης.

Αντίθετα, στην περίπτωση των εξαγορών η ΕΚΤ πρέπει να εγκρίνει κάθε απόκτηση ειδικής συμμετοχής, δηλαδή κάθε απόκτηση συμμετοχής σε μια τράπεζα που αντιπροσωπεύει το 10% ή περισσότερο των μετοχών ή/και των δικαιωμάτων ψήφου σε αυτήν την τράπεζα ή υπερβαίνει άλλα σχετικά όρια. Η τράπεζα που σχεδιάζει να αποκτήσει ειδική συμμετοχή πρέπει να ενημερώσει την εθνική εποπτική αρχή, η οποία σε συνεργασία με την ΕΚΤ αξιολογούν τη σχετική πρόταση σύμφωνα με πέντε κριτήρια τα οποία ορίζονται στην οδηγία σχετικά με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις:

- Φήμη του υποψήφιου αγοραστή
- Φήμη και εμπειρία των υποψήφιων νέων διοικητικών στελεχών
- Οικονομική ευρωστία του αγοραστή
- Επίδραση στην τράπεζα
- Κίνδυνος συσχέτισης με νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες ή με χρηματοδότηση της τρομοκρατίας (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2019).

3.5. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

Η πραγματοποίηση μιας συγκέντρωσης στην Ελλάδα, ως αποτέλεσμα συγχωνεύσεων – εξαγορών, ελέγχεται από την Επιτροπή Ανταγωνισμού ως δυνάμενη να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό μέσα στην εθνική αγορά ή σε σημαντικό μέρος της με βάση τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα τη δημιουργία ή την κατάχρηση δεσπόζουσας θέσης. Κάθε επικείμενη πράξη συγκέντρωσης πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού τουλάχιστον 30 ημέρες από τη σύναψη της συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς, εφόσον ο συνολικός κύκλος εργασιών των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων ανέρχεται σε τουλάχιστον 150 εκατομμύρια ευρώ, ώστε να μπορέσει να πραγματοποιηθεί ο απαιτούμενος έλεγχος.

Όσον αφορά στις τραπεζικές συγχωνεύσεις, η έρευνα για τον περιορισμό του ανταγωνισμού εκτείνεται αφενός στον έλεγχο των επηρεαζόμενων αγορών, όπως των καταθέσεων και των χορηγήσεων λιανικής και επιχειρηματικής τραπεζικής, των μέσων πληρωμής και καρτών, της πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων και της διάθεσης αμοιβαίων κεφαλαίων. Αφετέρου, καταλαμβάνει και τις μη επηρεαζόμενες αγορές, όπως αυτές των χρηματιστηριακών απαιτήσεων, της παροχής ασφαλιστικών υπηρεσιών και των υπηρεσιών ασφαλιστικής διαμεσολάβησης καθώς και των κτηματομεσιτικών δραστηριοτήτων.

Στην Ελλάδα, οι συγχωνεύσεις που οδήγησαν στη δημιουργία των τεσσάρων συστημικών τραπεζών εγκρίθηκαν από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, καθώς κρίθηκε ότι δεν επιφέρουν στρεβλώσεις στον ελεύθερο ανταγωνισμό, αλλά αντίθετα προωθούν και ενισχύουν τις αγορές τις οποίες αφορούν. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι οι οριζόντιες συγκεντρώσεις ενδέχεται να εμποδίσουν σημαντικά τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό, ιδίως με τη δημιουργία ή την ενίσχυση δεσπόζουσας θέσης, καταργώντας σημαντικές ανταγωνιστικές πιέσεις και καθιστώντας τον συντονισμό μεταξύ των επιχειρήσεων ευκολότερο, σταθερότερο ή αποτελεσματικότερο (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2019).

3.6. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Οι συγχωνεύσεις – εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων εξυπηρετούν πολλές διαφορετικές λειτουργίες και μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές, οι οποίες εμπίπτουν στην έννοια των συγκεντρώσεων που ελέγχονται στο πλαίσιο της προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού. Οι τραπεζικές συγχωνεύσεις στην Ελλάδα δεν αποτελούν εξαίρεση, αφού τόσο οι στόχοι τους όσο και οι τρόποι ολοκλήρωσής τους διέφεραν ανάλογα με τη χρονική περίοδο και την εκάστοτε περίπτωση.

Πιο συγκεκριμένα, κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης, ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος υπέστη σημαντική συρρίκνωση. Ο κύριος λόγος ήταν ότι και οι τέσσερις συστημικές τράπεζες εξ αρχής αντιμετώπιζαν σημαντικά προβλήματα λόγω των κόκκινων δανείων και για το λόγο αυτό προχώρησαν και οι τέσσερις στην εκχώρηση της διαχείρισης χαρτοφυλακίων μη εξυπηρετούμενων δανείων σε εταιρίες διαχείρισης κεφαλαίων. Η συγκέντρωση του κλάδου ήταν, επομένως, άρρητα συνδεδεμένη με την πολυετή οικονομική κρίση στην Ελλάδα (Lawyer Magazine, 2021).

Από την άλλη, αποτιμώντας δυναμικά και όχι στατικά τις εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο είναι αλήθεια ότι επιτεύχθηκε η συστημική ευστάθεια. Η ύπαρξη συστημικών τραπεζών την περίοδο της διάχυτης αβεβαιότητας για την τύχη της Ελλάδος ή την περίοδο των stress tests με ευρωπαϊκά κριτήρια αποδείχθηκε καθοριστική εξέλιξη για την διάσωση του τραπεζικού κλάδου. Η λογική ήταν ότι όσο πιο μεγάλη είναι η τράπεζα τόσο μικρότερες πιθανότητες έχει να την αφήσουν να χρεοκοπήσει, ενώ σημαντικό ρόλο έπαιξε και η έγκαιρη διάγνωση ότι για να διασωθούν κάποιες τράπεζες – συστημικές – πρέπει να εξαγοραστούν άλλες.

Καθοριστική ήταν και η αποδοχή από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα της ύπαρξης των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, η οποία άλλαξε σημαντικά τη διαπραγματευτική ισχύς της Ελλάδος στον τραπεζικό τομέα. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι πολλοί πιστεύουν ότι αν σήμερα υπήρχαν και οι 18 τράπεζες που εξαγοράστηκαν το πιθανότερο σενάριο είναι ότι ακόμη και μέρος των συστημικών τραπεζών θα είχε χρεοκοπήσει (Banking News, 2016).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η απόφαση μιας συγχώνευσης – εξαγοράς ενός τραπεζικού συστήματος και κάθε επιχείρησης γενικότερα αποτελεί κίνηση στρατηγικής σημασίας. Αυτό οφείλεται στο ότι οδηγός των εξελίξεων πλέον είναι η ανάγκη επιβίωσης μέσα σε ένα κλίμα έντονου ανταγωνισμού. Ωστόσο, για να χαρακτηριστεί μια συγχώνευση – εξαγορά ως επιτυχημένη πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις.

Σύμφωνα με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά με το πότε μια συγχώνευση – εξαγορά έχει περισσότερες πιθανότητες να πετύχει, η πλειοψηφία των δημοσιευμένων άρθρων τείνει να θεωρεί ότι οι φιλικές, συσχετισμένες και προσεκτικά υλοποιημένες συγχωνεύσεις και εξαγορές εμφανίζουν υψηλότερα ποσοστά επιτυχίας, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχουν και εξαιρέσεις. Ο πιο βασικός λόγος που σε αυτές τις περιπτώσεις τα ποσοστά επιτυχίας είναι υψηλότερα είναι η δυνατότητα επίτευξης μεγαλύτερων συνεργειών που αφορά τη μείωση κόστους, η πληρωμή χαμηλότερου τιμήματος, ως απόρροια των φιλικών διαδικασιών που ακολουθούνται και οι γνώσεις του κλάδου από τα στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Ωστόσο, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιφέρουν σημαντικές επιπτώσεις, ειδικά στους μετόχους και τους εργαζομένους. Αναφορικά με τους μετόχους, θα μπορούσε κανείς να πει ότι οι συγχωνεύσεις – εξαγορές δεν εξυπηρετούν πάντα τα συμφέροντά τους που είναι η δημιουργία αξίας. Μάλιστα, σύμφωνα με έρευνες, κατά μέσο όρο λιγότερες από μια στις δύο συγχωνεύσεις – εξαγορές δημιουργούν αξία. Από την άλλη, η αυξημένη δραστηριότητα συγχωνεύσεων – εξαγορών θέτει σε κίνδυνο το εργασιακό μέλλον ενός σημαντικού αριθμού υπαλλήλων, καθώς μειώνεται ο αριθμός των υποκαταστημάτων, ενώ τα σύγχρονα πληροφοριακά και τεχνολογικά συστήματα καθιστούν αβέβαιες κάποιες θέσεις εργασίας.

Όσο αναφορά τις συγχωνεύσεις – εξαγορές στην Ελλάδα, η ελληνική πραγματικότητα δεν έχει μακρόχρονη ιστορία πάνω σε τέτοιου είδους συναλλαγές και αυτό γιατί μέχρι το 1980 θεωρούνταν από τους εξωτερικούς επενδυτές μια μικρή αγορά, με μη αναπτυγμένη κεφαλαιαγορά και μικρό αριθμό εισηγμένων επιχειρήσεων. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια οι συγχωνεύσεις – εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στον ελληνικά τραπεζικό κλάδο διαμόρφωσαν τη σημερινή

εικόνα των τεσσάρων συστημικών τραπεζών. Έτσι, η Ελλάδα διαθέτει ένα από τα πιο συγκεντρωτικά συστήματα στην Ευρώπη και τον κόσμο, χωρίς ωστόσο να υπονομεύει τον ελεύθερο ανταγωνισμό. Τέλος, αποτιμώντας δυναμικά και όχι στατιστικά τις συγχωνεύσεις – εξαγορές στον τραπεζικό κλάδο, αξίζει να σημειωθεί ότι έχει επιτευχθεί συστημική ευστάθεια.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Άρθρα σε περιοδικό :

1. Hirshleifer David (2008), Mergers and Acquisitions: Strategic and Informational Issues, Research Gate
2. Sian Owen (2006), The history and mystery of merger waves: A UK and US perspective, School of Banking and Finance, The University of New South Wales, CiteSeer
3. Chris Motis (2007), Mergers and acquisition motives, Toulouse School of Economics - EHESS (GREMAQ) and University of Crete, Economics
4. P.Sarika & S.Vasanth (2018), Motives and Drivers of the bank Merger, International Journal of Pure and Applied Mathematics
5. EU banking structures (2006), European Central Bank
6. Thanos, I.C., and Papadakis, V.(2012) Unbundling acquisition performance: How do they perform and how can this be measured? In: Faulkner, D., Teerikangas, S. and Joseph, R.J. (eds.) Handbook of Mergers and Acquisitions. Oxford University Press
7. Sirower M. (1997), The synergy trap: How companies Lose the Acquisition Game, New York, The free Press
8. Kyriazopoulos G. & DR. Petropoulos D. (2010), What are the advantages and disadvantages that lead banks into mergers and acquisition? Is ALTMAN'S Z-SCORE model for bankruptcy motivate banks for mergers and acquisitions? Evidence from the Greek banking system, International Conference On Applied Economics
9. Γίτση Ο. (2010), Η συνεισφορά της διοίκησης των ανθρωπίνων πόρων στις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, Deals and Deals
10. Οικονομικό Δελτίο (Ιανουάριος 2005), Τεύχος 24, Τράπεζα της Ελλάδος
11. Το ΒήμαTeam (2008), Το πρώτο «κύμα» εξαγορών και συγχωνεύσεων, Το βήμα
12. Τσότσου Α. (2021), Οι τραπεζικές συγχωνεύσεις στην Ελλάδα υπό το πρίσμα του ελεύθερου ανταγωνισμού, Lawyer The Business Magazine

Βιβλία:

1. Γεωργιόπουλος Α. (2015), Αναδιοργάνωση και Μάνατζμεντ Αλλαγών στις Επιχειρήσεις, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΚΑΛΛΙΠΟΣ
2. Κυριαζής Δ. (2007), Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΚΩΝ/ΝΟΥ ΣΜΠΙΛΙΑ ΚΑΙ ΣΙΑ ΟΕ
3. Jekinson T. & Mayer C. (1994), Hostile Takeovers, McGRAW-HILL EDUCATION / EUROPE, MIDDLE EAST & AFRICA
4. Αλεξανδράκης Α. - Παζάρσκης Μ (2018), Οικονομική των επιχειρήσεων, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΟΓΙΣΜΟΣ
5. Παπαδάκης Β. (2016), Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΠΙΕΝΟΥ
6. Παπαδάκης Β. (2007), Στρατηγική των επιχειρήσεων Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΠΙΕΝΟΥ
7. Παπαδάκης Β. (2002), Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΠΙΕΝΟΥ
8. Deloitte and Touche (2002), Εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα, ΕΚΔΟΔΕΙΣ ΚΕΡΚΥΚΑ ΜΟΝ. ΕΠΕ
9. Pasiouras F., Constantin Zorounidis, Sailesh Tanna (2005), Application of Quantitative Techniques for the Prediction of Bank Acquisition Targets, © World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.
10. Νούλας Γ. Αθανάσιος (2019), Χρήμα και Τράπεζες, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΖΙΟΛΑ

Ιστοσελίδες:

1. Investopedia (2021), Conglomerate Merger.
<https://www.investopedia.com/terms/c/conglomeratemerger.asp>
2. Investopedia (2019), Friendly Takeover
<https://www.investopedia.com/terms/f/friendly-takeover.asp>
3. M&C Partners (2021), History and Causes of Merger Waves
<https://mecpartners.it/en/history-and-causes-of-merger-waves/>
4. Cleverism (2019), A Historical Analysis of M&A Waves
<https://www.cleverism.com/historical-analysis-ma-waves-mergers-acquisition/>

5. MBA Knowledge Base (2013), Motives for Mergers and Acquisitions
<https://www.mbaknol.com/strategic-management/motives-of-merger/>
6. Corporate Finance Institute (2021), What are the different motives for Mergers
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/motives-for-mergers/>
7. Investopedia (2021), Hubris
<https://www.investopedia.com/terms/h/hubris.asp>
8. HU Consultancy (2011), 7 steps to successful merger and acquisition
<http://huconsultancy.com/7-steps-to-successful-merger-acquisition/>
9. Corporate Finance Institute (2021), Mergers Acquisition M&A Process
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma-process/>
10. HR Professional (2013), Mergers & Acquisitions: Η ισχύς εν τη ενώσει
<https://hrpro.gr/mergers-acquisitions-i-ischys-en-ti-enosi/>
11. Investopedia (2020), Top Reasons Why M&A Deals Fail
<https://www.investopedia.com/articles/investing/111014/top-reasons-why-ma-deals-fail.asp>
12. In Business News (2018), Εταιρική Κουλτούρα
<https://inbusinessnews.reporter.com.cy/opinions/article/194418/etairiki-koyltoyra>
13. Bain & Company (2021), Making the Most of Banking's M&A Season
<https://www.bain.com/insights/making-the-most-of-banking-m-and-a-report-2021/>
14. HR Professional (2019), Εξαγορές και Συγχωνεύσεις
<https://hrpro.gr/exagores-ke-syghonefsis/>
15. Corporate Finance Institute (2021), Defense Mechanism
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/defense-mechanism/>
16. Investment Bank (2021), Takeover Defenses: Methods for Preventing a Hostile Takeover
<https://investmentbank.com/hostile-takeover/>
17. Veristrat (2019), Pre-offer and post-offer defense mechanism opted by companies to resist a hostile takeover
<https://www.veristrat.com/blog-valuation/defense-takeover-mechanisms/>

18. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2019), Ποιος είναι ο ρόλος της ΕΚΤ στις συγχωνεύσεις και εξαγορές τραπεζών;
https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/bank_mergers_acquisitions.el.html
19. Banking News (2016), Από τις 18 συγχωνεύσεις τραπεζών τα τελευταία 3-4 χρόνια ποιες ήταν οι πιο επιτυχημένες;
<https://www.bankingnews.gr/index.php?id=253662>